

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění akciové společnosti vybranými metodami za účelem akvizice
Join Stock Company Evaluation by Chosen Methods for the Acquisition Purpose

Student: Bc. Ilya Chermashentsev

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2012

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Ilya Chermashentsev**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Specializace: **00 Finance**
Téma: **Ocenění akciové společnosti vybranými metodami za účelem akvizice**
Join Stock Company Evaluation by Chosen Methods for the Acquisition Purpose

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Koncepce ohodnocování společnosti a světové standardy oceňování aplikovatelné v České republice
 3. Analýza strategické a finanční situace akciové společnosti
 4. Ocenění akciové společnosti dle vybraných metod
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

FOSTER R. S., L. A. REED a H. P. NESVOLD. *The art of M&A*. 4th ed. McGraw-Hill, 2007. 1100 s. ISBN 978-0071403023.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. upr. a rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 27.04.2012




Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.

V Ostravě dne 11. 07. 2012

.....
Bc. Ilya Chermashentsev

Poděkování

Na tomto místě bych chtěl poděkovat prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za čas, který věnovala konzultacím, a za cenné připomínky a odborné rady, jimiž přispěla k vypracování diplomové práce.

Bc. Ilya Chermashentsev

Obsah

1. Úvod.....	6
2. Koncepce ohodnocování společnosti a světové standardy oceňování aplikovatelné v České republice	7
2.1 Teoretická východiska oceňování	7
2.2 Problematika oceňování v České republice.....	14
2.3 Standardy oceňování používané ve světě	15
2.4 Metody oceňování podniku	19
2.4.1 Metoda ekonomické přidané hodnoty	21
2.4.2 Metoda diskontovaných peněžních toků	27
2.4.3 Metody stanovení nákladů kapitálu.....	34
2.4.4 Analýza citlivosti a scénářů.....	41
2.5 Fúze a akvizice v České republice a ve světě	42
3. Analýza strategické a finanční situace akciové společnosti	48
3.1 Strategická analýza podniku	48
3.1.1 Analýza externího prostředí podniku	48
3.1.2 Interní analýza podnikových možností	51
3.1.3 Analýza vývoje tržeb.....	51
3.2 Finanční analýza podniku.....	52
3.3 SWOT analýza podniku.....	62
4. Ocenění akciové společnosti dle vybraných metod	64
4.1 Analýza okolního a vnitřního prostředí společnosti Unipetrol, a.s.	64
4.2 Analýza finanční situace společnosti Unipetrol, a.s.	77
4.3 Analýza silných a slabých stránek společnosti.....	81
4.4 Ocenění společnosti Unipetrol, a.s.	85
4.4.1 Dlouhodobý finanční plán.....	85
4.4.2 Náklady kapitálu	90
4.4.3 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty	92
4.4.4 Analýza citlivosti hodnoty firmy vypočítanou dle metody <i>EVA-Entity</i>	99
4.4.5 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků	99
4.4.6 Analýza citlivosti hodnoty firmy vypočítanou dle metody <i>DCF-Entity</i>	101
4.5 Posouzení dosažených výsledků.....	101

5. Závěr.....	106
Seznam použité literatury.....	107
Seznam zkratk	109
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce.....	111
Seznam příloh.....	112
Přílohy	113

1. Úvod

Potřeba ekonomické disciplíny zvané oceňování podniku se projevila v České republice znovu v souvislosti s transformací ekonomiky a privatizací podniků na počátku devadesátých let minulého století. V průběhu minulého století prošla tato disciplína rychlým a dynamickým vývojem. V současné době nabízí dlouholetá praxe vědecké disciplíny oceňování podniku znalcům, odhadcům a dalším profesionálům široké spektrum metod, respektive modelů, s ještě rozmanitějšími a detailními variantami, které lze snadno aplikovat v reálném životě.

Finanční ocenění má za cíl vyjádřit hodnotu podniku pomocí konkrétní peněžní částky, která zároveň vyjadřuje jeho potenciál. Výsledná hodnota, již hledáme, se ve většině případů opírá o použití širšího spektra oceňovacích metod. Každá z nich je založena na jiném principu, a tudíž jsou použitelné pouze tehdy, jestliže jsou cíl ocenění a princip, na němž je metoda založena, v souladu.

Cílem diplomové práce je provést ocenění společnosti Unipetrol, a.s., metodou ekonomické přidané hodnoty, zejména metodou *EVA-Entity*, a metodou diskontovaných peněžních toků, konkrétně metodou *DCF-Entity*, a následně zjištěnou hodnotu použít jako podklad pro komunikaci se stávajícími vlastníky podniku při pravděpodobné akvizici ze strany potenciálních kupujících. Hodnota společnosti je stanovena k 1. lednu roku 2012.

Druhá a třetí kapitola práce jsou věnovány vymezení teoretické základny komplexního procesu oceňování. Kapitoly obsahují informace týkající se především jednotlivých metod oceňování aplikovaných v diplomové práci, problematice praktického využití teoretických poznatků z oblasti oceňování v České republice a ve světě, a také řadě otázek podrobnějšího rozboru strategické a finanční analýzy.

Následující čtvrtá kapitola představuje praktickou část práce, kde je prezentováno souhrnné i detailní ocenění vybraného podniku a jsou popsány a vyhodnoceny dosažené výsledky.

V závěrečné kapitole diplomové práce je představen komplexní pohled na řešenou problematiku a souhrnně vyhodnoceno naplnění vytyčených cílů práce.

2. Koncepce ohodnocování společnosti a světové standardy oceňování aplikovatelné v České republice

Tato kapitola diplomové práce je primárně věnována vysvětlení teoretické základny procesu oceňování, fúzí a akvizic, včetně vysvětlení příslušných pojmů, metodik, důvodů a standardů oceňování používaných jak v České republice, tak ve světě. Uvedeny jsou odkazy na příslušné zákony v českém právním řádu zabývající se problematikou oceňování.

Při psaní této kapitoly byly použity následující prameny: Kislingerová (2001), Krabec (2009), Mařík a kol. (2011).

2.1 Teoretická východiska oceňování

Oceňování, nebo dle různé odborné literatury také používaný výraz ohodnocování, je činností sloužící ke stanovení či zjištění ceny nebo hodnoty určitého podniku. Oceňování společnosti je v současné době plnohodnotnou finanční vědou, která se zakládá na přesně daných pravidlech, postupech a právních předpisech. Přední světoví ekonomové a expertní finančníci se přitom neustále snaží hledat nové vhodnější metody, které by co nejpřesněji určily hodnotu společnosti, a tak by zcela naplnily účel oceňování. Hlavním východiskem pro zjištění hodnoty podniku je předpoklad, že většina aktiv náležících oceňované společnosti má svou cenu vyjádřenou v peněžních jednotkách, a tak mohou být stanoveny prováděnými úkony, a dále fakt, že podobné principy určují hodnotu jak reálných, tak finančních aktiv. Tedy i podílů ve společnosti. Mezi různými druhy aktiv existuje mnoho rozdílů vycházejících především z nejistoty spojené s odhadem jejich skutečné hodnoty. Nicméně základní principy zůstávají stejné. Jedná se především o to, jaké budoucí příjmy z daného aktiva můžeme očekávat, jaké riziko je s tímto aktivem spojené, přičemž významnou roli v celém procesu hraje čas. Aktiva by měla mít takovou cenu, která by odpovídala hodnotě očekávaných budoucích peněžních příjmů z nich plynoucích.

Stejně jako lidé investují do nemovitosti s očekáváním, že budou mít příjem v podobě nájemného, ukládají peníze do bank s očekáváním úrokového zhodnocení vkladu, či kupují drahokamy s vidinou jejich budoucího zhodnocení, tak i ocenění firmy pracuje s očekáváním příjmu, přesněji řečeno, s očekáváním kladných peněžních toků v budoucnu. Jelikož hodnota celkových aktiv, a tedy i firmy, leží v budoucích příjmech, jejich kvalifikovaný odhad je

základem správného ocenění. Pro to, aby kdokoliv mohl co nejpřesněji a nejsnadněji určit budoucí očekávané peněžní toky, je nutné se nejdříve seznámit s oceňovanou společností, sektorem, v němž realizuje svou činnost, a také s vrcholovým managementem, který ji řídí. Odhadování její hodnoty v budoucnosti s sebou nese mnoho prvků nejistoty a rizika. Na společnost působí mnoho jak vnitřních faktorů, v tomto kontextu především interních rozhodnutí, která jsou ovlivnitelná, tak i vnějších, které není možné v mnoha aspektech ovlivnit. Mezi těmito příklady je možné uvést například ekonomický vývoj státu nebo sektoru podnikání, politická rozhodnutí, regulace a kroky konkurence. Ani sebelepší znalost současnosti nezajistí stoprocentní odhad budoucnosti. Nicméně znalost aktuálních faktů přispěje k co možná nejpřesnějšímu ocenění.

Jedním z hlavních aspektů při provedení úkonů směřujících ke zjištění hodnoty vybrané společnosti je vyhotovení plánu oceňovacího procesu, neboli postupu a struktury, jichž je důležité se držet při vyplňování jednotlivých bodů složitého, pracného a časově náročného procesu oceňování. Přehled aplikovatelných postupů při oceňování podniku lze najít v řadě odborných publikací významných českých autorů. Níže uvádím souhrnný přehled oceňovacího procesu:

- vymezení povinných údajů oceňovacího projektu, zejména: vymezení oceňovaného objektu neboli podniku jako celku nebo jeho dalších částí; uvedení data, ke kterému se ocenění provádí; uvedení definic hodnoty; uvedení účelu ocenění,
- vytvoření pracovního týmu: stanovení vedoucího týmu; stanovení zástupců poradenské firmy; stanovení zástupců podniku,
- popis oceňovaného podniku: typu podniku; majetku a závazků,
- sběr vnějších a vnitřních informací: analýza interního stavu a externího prostředí podniku v minulosti, současnosti a budoucnosti,
- provedení strategické analýzy¹ – analýzy potenciálu oceňovaného podniku a prognózy budoucího vývoje: vyhlídky ekonomiky a odvětví, ve kterém oceňovaný podnik působí; obsluhované trhy, výrobky, služby a zákazníci, vymezení trhu a jeho struktury; analýza konkurence; vnitřní potenciál podniku a hodnocení jeho

¹ Bližší informace jsou uvedeny v Kapitole 3.

konkurenční síly ve vztahu k okolí; shrnutí silných a slabých stránek podniku; prognóza tržeb na základě předpokladu tempa růstu trhu a tržního podílu,

- provedení finanční analýzy² – charakteristiky finančního hospodaření: zhodnocení výchozí dat, popis a zdůvodnění případných úprav; stručná charakteristika účetní politiky podniku; analýza finančního zdraví podniku; analýza klíčových generátorů hodnoty pro sestavení finančního plánu,
- sestavení finančního plánu podniku: plánovaný výkaz zisků a ztrát, plánovaná rozvaha, plán celkového cash flow,
- metodologie oceňování, oceňovací propočty, volba souhrnného ocenění: odůvodnění použité oceňovací metody; odůvodnění použitých odvozených proměnných; odůvodnění vyvozené výsledné hodnoty,
- syntéza výsledků provedeného ocenění: analýza propočtených dat; příprava závěrečného výroku,
- závěr: výrok o dosažené konkrétní hodnotě podniku k datu ocenění.

Když se zdá jednoznačné, že plán oceňování podniku odpovídá všem požadavkům a je schválen odborníky či řadou způsobilých znalců určených k provedení tohoto úkonu, lze podstoupit k naplnění jednotlivých bodů plánu. Prvním z nich je vysvětlení důvodů vedoucích k realizaci procesu oceňování podniku, které jsou uvedeny dále.

Oceňování se zabývá podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně, prodeji nebo předání. Je však nezbytné si uvědomit, že různé podněty jsou i různým zadáním pro oceňovatele. Různé podněty mohou vyžadovat různé metody, které mohou vést k odlišným výsledkům. Důvodů pro ocenění podniku je celá řada. Dle *Maříka a kol. (2011)*, je možné je rozčlenit do dvou hlavních skupin:

- a) ocenění související s vlastnickými změnami: koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku³, ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při

² Bližší informace jsou uvedeny v Kapitole 3.

³ Dle zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, § 476.

ovládnutí cílové společnosti⁴, ocenění v souvislosti s fúzí⁵, ocenění pro určování podmínek prodejní ceny pro jednotlivé transakce majetku podniku,

- b) ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám: změna právní formy společnosti⁶, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru, ocenění v souvislosti se sanací podniku, ocenění jako podklad pro informace pro potenciální investory, ocenění jako odhad tržní hodnoty majetku před poškozením.

I přes širokou škálu možného uplatnění procesu oceňování se pro naplnění stanoveného cíle práce v následujících kapitolách soustředíme pouze na jeden účel ocenění podniku. Ten však lze vyjádřit v různých podobách, a to buď jako ocenění za účelem realizace akvizice cílové společnosti, nebo ocenění jako odhad tržní hodnoty konkrétního podniku pro potenciální investory.

Ve všech případech realizovaného ocenění by mělo být zřetelně řečeno, z jakého důvodu vzniká potřeba jeho provedení, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň hodnoty má být určena a k jakému datu musí být hodnota platná. Proto se následně zaměříme na vysvětlení různých typů hodnot podniku. Na začátku uvedme definici podniku, jak ho zná český právní řád:

„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit⁷.“

K výše popsané definici je nutně uvést několik poznámek. Pokud oceňujeme podnik, musíme brát v úvahu i veškeré druhy jeho závazků, které jsou nedílnou součástí procesu

⁴ Dle zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů.

⁵ Dle zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, § 73 až 75.

⁶ Dle zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, § 367.

⁷ Dle zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, § 5.

podnikání. Dalším bodem je to, že na podnik je nutné pohlížet jako na funkční celek, jehož hlavním cílem je dosahování zisku.

Vymezení kategorií, jejichž prostřednictvím lze stanovit hodnotu podniku, můžeme najít v řadě světových publikací i v české odborné literatuře. Běžné členění kategorií hodnoty podniku do jednotlivých skupin, které jsou vždy upraveny dle příslušné legislativy, je uvedeno níže.

Hodnota brutto (Gross Value) je hodnota podniku jako celku patřící jak vlastníkům, tak i věřitelům. Hodnotu brutto lze také označit jako obchodní majetek: „Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.⁸“

Hodnota netto (Net Value) je hodnota podniku na úrovni vlastního kapitálu. Hodnotu netto lze také označit jako obchodní majetek: „Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen "jmění"). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.⁹“

Další vymezení kategorií hodnoty upravují Mezinárodní oceňovací standardy¹⁰.

Tržní hodnota (Market Value) je odhad částky, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po příslušném marketingu, v němž obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

⁸ Dle zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, § 6, odst. 1.

⁹ Dle zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, § 6, odst. 2.

¹⁰ Více informací k Mezinárodním oceňovacím standardům je v páté části práce. Mezinárodní oceňovací standardy, Krabec (2009).

Subjektivní (investiční) hodnota (Investment Value) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů pro stanovení investičních cílů. Tento subjektivní pojem spojuje konkrétní druh podnikového majetku se specifickým investorem nebo skupinou investorů s určitými investičními cíli nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než jeho tržní hodnota. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.

Objektivizovaná hodnota (z německého – der objektivierte Unternehmenswert) – představuje typizovanou a jinými subjekty akceptovatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu vlastníka. Podléhá daním. Tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti (going concern) při využití realistických očekávání v rámci svých tržních možností, rizik a dalších vnějších a vnitřních vlivů¹¹.

Další členění kategorií hodnoty dle Mezinárodních oceňovacích standardů je uváděno pro netržní kategorie hodnoty podniku:

- a) rozumně dohodnutá cena při směně aktiva mezi dvěma specifickými stranami:
 - férová hodnota, reálná hodnota (fair value) – hodnota podniku sloužící jako podklad pro stanovení ceny při směně aktiva mezi dvěma informovanými a nezávislými stranami, které mají na transakci zájem,
 - speciální hodnota (special value) – hodnota nad tržní hodnotou, která zohledňuje atraktivitu podniku pro speciálního kupujícího,
 - synergická hodnota (synergistic value) – dodatečná hodnota, která může být vytvořena kombinací dvou a více majetkových podílů v konkrétním podniku, kdy tato kombinace má vyšší hodnotu než suma jednotlivých podílů.
- b) hodnota podniku upravená zákonem, nebo jinými formami regulace či specifickou smlouvou pro konkrétní obchodní případ,
- c) hodnota pokračujícího podniku (going concern value) – hodnota podniku, který i po prodeji pokračuje ve své činnosti,

¹¹ Dle IDW (Institut der Wirtschaftsprüfer) S 1 - v rámci standardů německého institutu auditorů.

- d) likvidační hodnota (liquidation value) – hodnota aktiv podniku nabídnutých k odprodeji po částech při ukončení provozu podniku,
- e) zbytková hodnota (salvage value) – hodnota majetku podniku, který pozbyl účelu, pro nějž byl koupen nebo vyroben,
- f) vnitřní hodnota (intrinsic value) – hodnota podniku, kterou jednotlivý investor nebo analytik považuje za přijatelnou vzhledem k dostupným skutečnostem nebo informacím vztahujícím se k podniku.

Zvláštním typem hodnoty (hodnot) podniku používané převážně v kontinentální Evropě je hodnota podniku dle takzvané Kolínské školy. Ta zastává názor, že ocenění má smysl provádět v závislosti na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Kolínská škola uvádí několik dalších funkcí oceňování.

Funkci poradenskou (z německého - Beratungsfunktion) – která je určena pro stanovení maximální ceny kupujícímu a minimální ceny prodávajícímu.

Funkci rozhodčí (z německého - Entscheidungsfunktion) – která patří nezávislému oceňovateli při odhadu ceny podniku.

Funkci argumentační (z německého - Argumentationsfunktion) – která náleží rovněž oceňovateli při hledání argumentů, které napomohou vylepšit pozici příslušné strany.

Funkci komunikační (z německého - Informationsfunktion) – jejím základem je příprava informací, které budou prezentovány veřejnosti.

Funkci daňovou (z německého - Steuerbemessungsfunktion) - jejím smyslem je poskytnout podklady pro daňové účely.

Kategorií hodnoty lze uvést více a mohly by nabývat odlišného smyslu s ohledem na použité prameny a oceňovací standardy. Následující kapitola bude proto věnována specifikaci oblasti regulace procesu oceňování v rámci České republiky.

2.2 Problematika oceňování v České republice

Současná praxe v České republice je taková, že znalci a odhadci majetku jsou organizováni v několika znaleckých organizacích, z nichž některé snaží připravovat doporučení, jak při oceňování postupovat. Jedinou obecnou normou platnou na území České republiky je však zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů a na něj navazující Vyhláška Ministerstva financí ČR č. 456/2008 Sb., ve znění pozdějších předpisů. Zákon je závazný pouze při provádění oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, zákona o správních poplatcích, zákona o daních z příjmu a zákona o dani z přidané hodnoty. Běžné oceňování pro komerční účely zatím není v České republice na rozdíl od většiny vyspělých zemí nijak regulováno. Dalším předpisem, kterým se řídí oceňovatelé podniků, je Metodický pokyn České národní banky (OCE). Tento pokyn se týká přímo oceňování podniku, je však zaměřen na problematiku povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů a znaleckých posudků, které jsou předkládány přímo České národní bance. Důležitými prvky znaleckých posudků jsou komplexnost, úplnost, vzájemná slučitelnost, nezávislost a nestrannost, možnost opakovaného provedení posudku, odůvodněnost, vzájemná kontrolovatelnost a transparentnost.

Základní metoda, která se pro ocenění majetků a služeb dle české legislativy používá, je metoda oceňování cenou obvyklou, nestanoví-li zákon jinak. Což znamená, že pokud konkrétní druh majetku a postup pro jeho ocenění není uveden v zákoně zvlášť, použije se cena obvyklá. Obvyklá cena je definovaná v § 2 odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb., o ocenění majetku, takto: „Majetek a služba se oceňují obvyklou cenou, pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování. Obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění.“

Mezi výše zmíněné instituce, které se zabývají otázkami oceňování v rámci českého právního řádu, patří také Česká komora odhadců majetku, profesní sdružení znalců a odhadců, které bylo založeno jako profesní sdružení občanů ve smyslu zákona č. 83/1990 Sb., o sdružování občanů, z roku 1992. Jedná se o zájmové, nezávislé a neziskové sdružení fyzických i právnických osob podnikajících (§ 2 odst. 1 obchodního zákoníku) v oblasti

oceňování majetku. Česká komora odhadců majetku je zakladatelem dvou dceřiných společností: Ústavu pro oceňování majetku ČKOM, a.s., a Společnosti pro personální certifikaci, o.p.s. Česká komora odhadců majetku v rámci své činnosti spolupracuje s několika organizacemi působícími na území České republiky a určenými mimo jiné k řešení otázek spojených s oceňováním. Seznam spolupracujících organizací uvádí seznam níže.

- Hospodářská komora ČR
- Komora daňových poradců ČR
- ARK ČR - Asociace realitních kanceláří ČR
- KONCES, spol. s r.o.
- Ministerstvo průmyslu a obchodu - živnostenský odbor
- Znalecké ústavy a oceňovací firmy
- Česká podnikatelská pojišťovna, a.s.

2.3 Standardy oceňování používané ve světě

Oceňování majetku nebo podniku se stává stále důležitějším praktickým, ale i teoretickým vědním oborem. Vedle tradičních podnětů k oceňování, jako jsou zdanění majetku při různých příležitostech nebo majetkové spory, se z oceňování stal význačný prvek hospodářské činnosti. Jako příklady lze uvést oceňování zastaveného majetku v rámci poskytování úvěrů, oceňování nepeněžitých vkladů všeho druhu, oceňování podniků a akcií v rámci podnikových transformací a mnoho dalších.

Pro oceňování podnikových aktiv proto byla vyvinuta řada souborů standardů, které jsou široce využívány společnostmi s akciemi kótovanými na kapitálových trzích po celém světě. Seznam světových souborů standardů je uveden níže.

- International Valuation Standards – Mezinárodní oceňovací standardy
- Appraisal and Valuation Manual sdružení Royal Institution of Chartered Surveyors (Královský Institut certifikovaných znalců) – takzvaná “Red Book”
- doporučení French Autorité des Marchés Financiers
- Property Appraisal and Valuation Charter
- Uniform Standards of Professional Appraisal Practice – The Appraisal Foundation

- American Society of Appraisers – Principles of Appraisal Practice and Code of Ethics
- Belgian Asset Managers Association
- The Committee of European Securities Regulators
- Institut der Wirtschaftsprüfer - Německý institut auditorů

Standardizaci metod oceňování je možné považovat za uvědoměle a cíleně vytvořený racionální konstrukt, neboť je výsledkem dlouholetého evolučního vývoje pravidel a reakcí na pravidelně se opakující praktické potřeby účastníků ekonomických procesů. Tato pravidla byla definována především za účelem snížení nejistoty v rámci činností směřujících k rozhodování a plánování ze strany tržních subjektů.

Smysluplnost a potřebnost standardizace se prosazuje organicky proto, že pro účastníky tržních mechanismů by bylo nevýhodné chovat se iracionálně a mimo rámec obecně známých pravidel. Nicméně, stává se, že jednoznačná interpretační náplň výsledků oceňování se často zneužívá v důsledku toho, že na trhu existuje značná informační asymetrie mezi zpracovateli ocenění a uživateli jejich výsledků. Postupy a závěry použité a vyhodnocené oceňovateli samozřejmě mohou být ověřeny a provedeny opakovaně, ale ani to nemusí nutně znamenat jejich správnost.

Standardy slouží jako podzákonná a nezávazná norma, protože se nutně nevztahují na veškeré tržní transakce. Do značné míry tak spoluvytvářejí kvalitu trhu tím, že činí očekávání tržních subjektů stabilnější a předvídatelnější.

Na evropském hospodářském trhu, a zejména v České republice se nejvíce rozšířily nadnárodní oceňovací standardy, na jejichž podrobnější vysvětlení se zaměříme dále.

- International Valuation Standards – Mezinárodní oceňovací standardy
- Institut der Wirtschaftsprüfer - standardy dle německého institutu auditorů
- European Valuation Standards – Evropské oceňovací standardy

Mezinárodní oceňovací standardy jsou od roku 1981 vydávané Radou pro Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards Council) se sídlem v Londýně. Mezinárodní oceňovací standardy neboli International Valuation Standards (IVS), se vyznačují úzkou vazbou na Mezinárodní standardy finančního výkaznictví (International

Financial Reporting Standards, IFRS). Nicméně jejich používání v rámci IFRS není závazné. IVS byly vyvinuty s cílem sloužit těm, kteří provádějí ohodnocení nemovitého a jiného majetku, případně těm, kteří se musí spoléhat na jejich výsledky. Hlavními důvody pro oceňování podle IVS jsou oceňování ve finančním výkaznictví, oceňování nemovitého majetku, oceňování v případě sporu nebo pro daňové účely. Vývoj Mezinárodních oceňovacích standardů byl veden třemi základními cíli: usnadnit přeshraniční transakce a přispět k transparentnosti a spolehlivosti ve finančním výkaznictví, sloužit jako profesionální měřítko pro odhadce po celém světě a poskytnout standardy pro oceňování rozvíjejícím se zemím.

Mezinárodní oceňovací standardy se člení do tří skupin zabývajících se různými problematikami procesu oceňování.

IVS 1 (Market Value Basis of Valuation) - Standard č. 1 uvádí, že tržní hodnota se použije zejména při oceňování nemovitosti, tedy reálných aktiv, jež jsou svými charakteristikami odlišná od podniků.

IVS 2 (Basis Other Than Market Value) – Standard č. 2 si klade za cíl identifikovat a vysvětlit jiné kategorie hodnot a jejich rozdíly oproti tržní hodnotě a definovat pravidla jejich aplikace. Netržní kategorie hodnoty mají důležitý význam především při oceňování výjimečných aktiv, pro která neexistuje soutěžně řízený likvidní trh. Tento standard navíc hovoří o kategoriích hodnoty jako o fundamentálních principech jejího měření, které závisí na účelu ocenění.

IVS 3 (Valuation Reporting) – Standard č. 3 definuje požadavky na formu, v níž je závěrečný výsledek ocenění předkládán uživatelům. V konečně oceňovací zprávě je dle standardu nutné uvést: závěry ocenění; informace o klientovi; účel použití ocenění; kategorii hodnoty; prohlášení, že ocenění proběhlo v souladu s IVS; identifikační údaje a podpis oceňovatele.

Standardy dle německého institutu auditorů jsou souborem pravidel pro ohodnocování podniků ve Spolkové republice Německo (SRN) a nejsou závazné. Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) byl založen v roce 1932 a mezi jeho hlavní cíle patří: zastupování zájmů auditorské profese, podpora činností v rámci auditorské profese a vzdělávání auditorů.

IDW S 1 řeší výhradně otázky týkající se ocenění podniku jako ekonomického celku. Pro IDW S 1 je specifickou kategorií hodnoty hodnota objektivizovaná vztahující se na podniky, pro něž neexistuje trh, ze kterého by bylo možno spolehlivě hodnotu odvodit. Pravidla a požadavky určené ve standardu propůjčují oceňovateli maximální úroveň spolehlivosti, protože obsahují kodifikaci nejlepší praxe, teoretických poznatků a zároveň zohledňují aktuální zákonnou regulaci dotýkající se oceňování.

Evropské oceňovací standardy (European Valuation Standards, EVS) se zabývají otázkami oceňování v evropském kontextu, především požadavky oceňování dle legislativy Evropské unie a Evropského hospodářského prostoru. Evropské oceňovací standardy navazují na přijetí 4. direktivy Evropské unie, jejímž smyslem byla harmonizace ročních finančních výkazů a výročních zpráv společností. Smyslem bylo harmonizovat zásady pro oceňování dlouhodobých aktiv ve finančních výkazech. Evropské oceňovací standardy se skládají z vlastních standardů, směrnic a dodatků uvedených dále¹²:

- European Valuation Standards

EVS 1 (Market Value) - Standard č. 1 popisuje proces oceňování na základě tržní hodnoty.

EVS 2 (Valuation Basis Other than Market Value) - Standard č. 2 uvádí podklady pro oceňování na základě hodnoty jiné než tržní.

EVS 3 (The Qualified Valuer) - Standard č. 3 řeší otázky spojené s profesí kvalifikovaného odhadce.

EVS 4 (The Valuation Process) - Standard č. 4 je věnován vysvětlení postupu procesu oceňování.

EVS 5 (Reporting the Valuation) - Standard č. 5 uvádí náležitosti finální zprávy odhadce.

¹² European Valuation Standards [online]. 2009 [cit. 2009-04-01]. Dostupné také zde: <http://www.tegova.org/en/p4912ae3909e49>.

- European Valuation Applications

EVA 1 (Valuation for the Purpose of Financial Reporting) – Směrnice č. 1 se zabývá použitím standardů pro účely finančního výkaznictví.

EVA 2 (Valuation for Lending Purposes) - Směrnice č. 2 je zavedena pro řešení otázek spojených s aplikací standardů pro účely úvěrování.

EVA 3 (Property Valuation for Securitization Purposes) - Směrnice č. 3 rozebírá možnosti použití standardů pro účely sekuritizace.

EVA 4 (Assessment of Insurable Value) - Směrnice č. 4 obsahuje informace ohledně možností použití standardů za účelem stanovení pojistné hodnoty.

EVA 5 (Application of Investment Value for Individual Investors) - Směrnice č. 5 je věnována probrání použitelnosti standardů za účelem investování pro individuální investory.

Evropské oceňovací standardy se řídí dle TEGoVA (The European Group of Valuers Associations). Jde o celoevropskou organizaci sdružující národní znalecké asociace po celém světě, která tvoří standardy a prosazuje etiku a kvalitu na trhu oceňování především nemovitého majetku. TEGoVA byla zřízena v roce 1977 podle belgických zákonů a reprezentuje zájmy znalců 38 národních znaleckých asociací z 27 zemí. Jejím hlavním cílem je vědecká a vzdělávací propagace profese oceňovatele a harmonizace evropských oceňovacích standardů. Organizace publikuje všeobecně odsouhlasené standardy pro oceňování majetku a následně provádí pokyny k jejich zavedení. Evropské oceňovací standardy, označované jako „Modrá kniha“, se staly charakteristickým znakem oceňovací praxe a jsou zásadním dokumentem pro tržní oceňování majetku.

2.4 Metody oceňování podniku

Problematika oceňování je jednou z významných oblastí finančního řízení firem. V současné době je v teorii i praxi oceňování vidět posun ve využívání metodologického aparátu při určování hodnoty firem od stávajících účetních přístupů k nově zavedeným tržním východiskům a pojetím. Oceňování je potřebné věnovat neustálou pozornost, protože důsledky nevhodně použitých postupů oceňování založených na nesprávných předpokladech

mohou vést k iracionálnímu ocenění majetku a nesprávné alokaci kapitálu. Podnikovou sféru významně ovlivňují globalizační trendy, otevírání nových trhů, fúze a akvizice, což má bezprostředně vliv i na oblast oceňování podniku. Význam oceňování firem v ČR navíc souvisí s transformací ekonomiky a vlastnických vztahů.

Metody ocenění (Valuation approaches) chápou Standardy jako všeobecně uznávané analytické metodologie. Oceňovatel může použít pro ocenění za účelem naplnění konečného cíle samotného ocenění jednu či více metod najednou.

Výběr vhodné metody oceňování je jedním z klíčových bodů celého procesu, kterému je potřeba věnovat zvláštní pozornost a dostatek času. Výběr metody oceňování může ovlivnit čas potřebný pro zpracování kompletní analýzy, objem dostupných informací a kvalifikaci odborníka nebo týmu odborníků k tomu určených.

Metod stanovení hodnoty podniku existuje jak z teoretického, tak praktického pohledu celá řada. Volba určité metody je silně ovlivněna účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. Níže je představeno členění jednotlivých přístupů k oceňování podle metodického konceptu ocenění.

Výnosové metody (Income approaches) jsou založeny na analýze výnosu podniku. Skupina metod založených na analýze výnosu vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Za očekávaný užitek se obecně považují peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli, přičemž se předpokládá, že ten se chová racionálně, tedy zvažuje náklady obětované příležitosti.

- Metoda diskontovaných peněžních toků
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

Tržní metody (Market approaches) – metody založené na analýze trhu.

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků

- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

Majetkové metody (Asset-based business valuation approaches) – metody založené na analýze majetku podniku.

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Podrobnější informace o vybraných metodách, které budou aplikovány v rámci diplomové práce, obsahují podkapitoly 2.4.1 a 2.4.2.

2.4.1 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty (*Economic Value Added, EVA*) byl vyvinut v roce 1993 v New Yorku konzultační společností Stern Stewart & Co, která k tomuto označení vlastní ochrannou známku. Stewart definoval vyvinutý ukazatel následovně: „...*EVA is residual income, or operating profit less a charge for the use capital.*“ (Stewart, 1991). Což znamená, *EVA* je reziduální příjem nebo operativní zisk snížený o náklady na veškerý kapitál použitý k tvorbě tohoto zisku. Tento ukazatel se stal velmi populární díky faktu, že bere v potaz i náklady na vlastní kapitál. Ukazatel *EVA* slouží především k posouzení hodnoty majetku vlastníků, tak zvané shareholder value. Je vhodné upozornit, že do nákladů na kapitál se započítávají i náklady obětované příležitosti.

Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk, kterého je podnik schopen dosáhnout tehdy, když jsou uhrazeny kromě běžných nákladů také náklady celkového kapitálu. Jinými slovy řečeno: podnik dosáhne ekonomického zisku tehdy, pokud hodnota účetního zisku bude větší než hodnota nákladů na vložený vlastní kapitál. Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy,

řízení podniku a oceňování podniku. Nás bude zajímat pouze jedna z popsaných možností, a to možnost využití ekonomické přidané hodnoty jako nástroje pro ocenění podniku.

Hodnotu ukazatele *EVA* lze zjistit dle následujících vzorců¹³:

- pomocí vzorce *nákladů na kapitál (Capital Charge)*:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t, \quad (2.1)$$

kde NOA_{t-1} (*Net Operating Assets*) je čistá operační aktiva k počátku roku t , $NOPAT_t$ (*Net Operating Profit After Taxes*) je operační výsledek hospodaření po dani v roce t , $WACC$ (*Weighted Average Cost of Capital*) jsou průměrné vážené náklady kapitálu v roce t ,

- pomocí vzorce *hodnotového rozpětí (Value Spread)*:

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.2)$$

kde $NOPAT_t/NOA_{t-1}$ je rentabilita čistých provozně potřebných aktiv,

nebo,

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.3)$$

kde ROC je výnosnost investovaného kapitálu, $(ROC - WACC)$ je reziduální výnos kapitálu, C je hodnota celkového firemního kapitálu (*Total Capital*),

¹³ Ukazatel NOA je v obou případech počítán z hodnoty k počátku roku. Což znamená z hodnoty z konce roku předchozího.

- pomocí vzorce *zúženého hodnotového rozpětí*:

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.4)$$

kde *ROE* (*Return on Equity*) je výnosnost vlastního kapitálu, R_E jsou náklady vlastního kapitálu (*Cost of equity capital*), E je vlastní kapitál (*Equity capital*),

- pomocí vzorce *relativního hodnotového rozpětí*:

$$EVA/E = (ROE - R_E), \quad (2.5)$$

Obecný koncept ukazatele *EVA* jako měřítka finanční výkonnosti vyjadřuje nadzisk firmy, tedy rozdíl zisku a nákladů na kapitál, které představují minimální míru výnosnosti kapitálu. Konkrétní propočet ukazatele je determinován dostupností dat a způsobem stanovení nákladů kapitálu.

Předtím, než budou do výpočtu dosazeny základní vstupní veličiny, je třeba převést účetní data oceňované společnosti na data ekonomická. Účetní model je totiž primárně určen jako podklad obsahující informace o finanční situaci podniku pro potřeby věřitelů. Projevuje se to mimo jiné v zachovávání zásady opatrnosti a průkaznosti. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty má však sloužit vlastníkům, a proto je třeba tento původní účetní model upravit na ekonomický, aby co nejvíce odpovídal finanční realitě podniku a blížil se pohledu kapitálového trhu. Úplný seznam úprav je obchodním tajemstvím Stern – Stewart a kol. V daném případě však postačí úpravy, které mají největší význam. Konverze účetního modelu na ekonomický obsahuje čtyři základní kroky:

- a) konverze na operační aktiva – vyčlenění aktiv, která nesouvisí s hlavním provozem,
- b) konverze finančních zdrojů – snížení finančních zdrojů o krátkodobé neúročené závazky, úpravy vykazovaných nákladových rezerv,
- c) konverze daňová – úprava daní,
- d) konverze akcionářská – při zařazení řady položek do aktiv při výpočtu *NOA*, které nejsou kryté cizím kapitálem a rozšiřují účetní aktiva, se provádí zvýšení vlastního kapitálu o takzvané ekvivalenty vlastního kapitálu (*equity equivalents*). Jde o tu část

vlastního kapitálu, která není obsažena v původním účetním vlastním kapitálu, ale byla k němu přidána ekonomickými úpravami dat.

Pro účely oceňování firem bylo vyvinuto několik metod založených na ekonomické přidané hodnotě: metoda *EVA-Entity*, metoda *EVA-Equity* a metoda *EVA APV*. Soustředíme se na vymezení podstaty metody *EVA-Entity*. Propočet brutto hodnoty podniku na bázi *EVA-Entity* uvádí následující vzorec:

$$V_g = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1+WACC_i)} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+WACC_i)}, \quad (2.6)$$

kde V_g je hodnota podniku brutto (*Gross Value*), tj. přeceněná hodnota investovaného kapitálu, NOA_0 je čistá operační aktiva k datu ocenění, EVA_t je ekonomická přidaná hodnota v roce t , EVA_{T+1} je ekonomická přidaná hodnota v roce $T+1$, T je počet let první fáze, $WACC^{14}$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu v roce i , g je stabilní tempo růstu (*Growth rate*) ve druhé fázi.

Ocenění vlastního kapitálu podniku neboli hodnoty netto se provádí dle vzorce:

$$V_n = V_g - D_0 + A_0, \quad (2.7)$$

kde V_n je hodnota podniku netto (*Net Value*), tj. přeceněná hodnota vlastního kapitálu, D_0 je cizí úročený kapitál (*Debt*) k datu ocenění, respektive hodnota úročených dluhů k datu ocenění, A_0 je neoperační aktiva (*Non-operating assets*) k datu ocenění.

Rozhodující úlohu v tomto přístupu k ocenění podniku hraje tržní přidaná hodnota (*Market Value Added, MVA*), která vyjadřuje provozní goodwill¹⁵ a odráží očekávání trhu ohledně perspektivy společnosti.

¹⁴ Daný vzorec obsahuje stabilní hodnotu *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*). Pro větší přesnost výsledku je doporučováno použít odlišnou hodnotu *WACC* pro každý rok.

¹⁵ Goodwill je dobrá pověst společnosti, která vyjadřuje hodnotu postavení této společnosti na trhu.

Tento ukazatel se jeví jako nejpřesnější měřítko bohatství, jež podnik vytvořil. Úspěšné firmy zvyšují svoji *MVA*, a tím zároveň zvyšují hodnotu kapitálu do nich investovaného. Podnik vytváří akcionářskou hodnotu tehdy, je-li *MVA* větší než nula, tzn. převyšuje-li celková tržní hodnota firmy množství investovaného kapitálu.

Vypočítat tržní přidanou hodnotu je možné dle následujícího vzorce:

$$MVA = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}, \quad (2.8)$$

Oba ukazatele se týkají téže problematiky, s tím rozdílem, že ukazatelem *EVA* se hodnotí úspěšnost firmy očima podniku, zatímco pomocí *MVA* očima trhu.

Než přejdeme k následující podkapitole, je třeba zaměřit pozornost na vysvětlení pojmů *NOPAT* a *NOA*, které jsou součástí výpočtu ukazatele *EVA*. Vymezení podstaty *WACC* obsahuje podkapitola 2.4.3.

Pod pojmem *NOPAT* se skrývá operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Operační výsledek hospodaření lze spočítat dvěma způsoby podle základu, který bude pro výpočet použit:

- výsledek hospodaření za běžnou činnost,
- nebo provozní výsledek hospodaření.

Níže je uveden detailní propočet operačního výsledku hospodaření s použitím výsledku hospodaření za běžnou činnost. Tomu ale předchází řada změn a úprav: z finančních nákladů je nutné vyloučit placené úroky, a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách; z výsledku hospodaření je třeba vyloučit mimořádné položky; do *NOPAT* je naopak potřebné započítat vliv změn vlastního kapitálu, vliv aktivace nákladů investiční povahy; odpisy je třeba upravit podle toho, jak je vykazován v rozvaze goodwill; je třeba také započítat případné zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky; je nutné vyloučit tvorbu a čerpání tichých rezerv; dále je třeba posoudit, do jaké míry mají dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek operační charakter, jinak řečeno, do

jaké míry tato aktiva podmiňují základní podnikatelské aktivity a do jaké míry mají charakter ukládání peněz za účelem tvorby dlouhodobých rezerv a dosahování dalších výnosů z provozně nevyužitého kapitálu; na konci je třeba zjistit takzvanou upravenou daň, což je teoretická daň, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření.

Shrnutí dopadů úprav do *NOPAT*:

- a) k výsledku hospodaření za běžnou činnost,
 - přičítáme: nákladové úroky, náklady na neoperační majetek, odpisy goodwillu, původní náklady s investičním charakterem, leasingové platby a mimořádné ztráty.
 - odečítáme: finanční výnosy, odpisy nehmotného majetku, odpisy majetku pronajatého na leasing a mimořádné zisky.
- b) úprava konečné hodnoty daňovou sazbou na úroveň operačního výsledku hospodaření.

V české odborné literatuře se můžeme z důvodu složitosti zjištění hodnoty operačního, respektive neoperačního majetku a hodnoty goodwillu také setkat se zjednodušeným vzorcem pro výpočet operačního výsledku hospodaření, který uvádí následující vzorec:

$$NOPAT_t = EBIT_t \cdot (1 - t), \quad (2.9)$$

kde $EBIT_t$ (*Earnings Before Interest and Taxes*) je výsledek hospodaření před odpočtem placených úroků a daní z příjmů, t je míra zdanění zisku (*Tax rate*).

Dalším důležitým prvkem nutným pro výpočet ukazatele *EVA* je ukazatel čisté operační aktivity *NOA*. Jako podklad pro jeho výpočet slouží rozvaha podniku. Propočet ukazatele *NOA* je následující: zaprvé je nutné stanovit celková aktiva za příslušný hospodářský rok, z těchto celkových aktiv je pak potřeba vydělit neoperační aktiva (krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek), aktiva je třeba snížit o neúročený cizí kapitál a zároveň vyloučit mimořádné položky. V závěru pak dojde k převodu těchto zjištěných účetních aktiv na „skutečná“ aktiva.

Úpravy účetních dat při výpočtu *NOA* se vztahují na následující položky: do *NOA* by měla být zahrnuta všechna aktiva, která podnik využívá, ale nejsou zachycena v účetnictví¹⁶; aktiva by měla být vyjádřena v ocenění odpovídajícímu jejich skutečné hodnotě; je třeba upravit pasiva, abych každé přidání nového aktiva k aktivům účetním odpovídalo příslušné změně i na straně pasiv.

Za časté úpravy účetních dat v položkách podnikových výkazů bývají uváděny následující:

- a) goodwill – pokud je v rozvaze již vykázán, měl by se vyskytovat také jako součást *NOA*,
- b) leasing – v rámci úprav účetních dat by měla být aktiva zvýšena o hodnotu majetku pořízeného na leasing a úročené závazky by měly být zvýšeny o závazek vůči leasingové společnosti,
- c) aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky – náklady běžného období mající dlouhodobý účinek by měly být v *NOA* vykazovány jako pořízení nehmotného aktiva, které by se mělo odepisovat po dobu jeho předpokládaného účinku s tím, že na straně pasiv se toto nové aktivum projeví jako zvýšení vlastního kapitálu,
- d) přecenění aktiv – u hmotného a nehmotného dlouhodobého majetku by mělo jít o vykázání v reprodukčních hodnotách snížených o odpovídající opotřebení. Cenné papíry by měly být vykázány v tržních hodnotách.

2.4.2 Metoda diskontovaných peněžních toků

Společným znakem metod diskontovaných peněžních toků (*Discounted Cash Flow, DCF*) je to, že hodnotu podniku odvozují od budoucích výnosů, které z pohledu investora převádějí na současnou hodnotu. Základem je tedy časová hodnota budoucích výnosů plynoucích z podnikatelské činnosti. Právě budoucí volný peněžní tok je jedním z hlavních měřítek používaných při oceňování podniku, protože s rostoucím peněžním příjmem roste i

¹⁶ Pro zachycení aktiva v účetní závěrce není podstatné, zda má podnikatel k aktivu vlastnické právo, ale to, zda má pod kontrolou užitky z tohoto daného aktiva. Ale v běžném českém účetnictví jsou zachycována jen ta aktiva, kterou má podnik ve vlastnictví pouze z právního hlediska.

hodnota oceňované společnosti. Při využívání metody *DCF* musí být dodrženy určité předpoklady, které zaručují její použitelnost: efektivnost kapitálových trhů, existence pouze daní z příjmů, kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním kapitálem a dluhem, cash flow je perpetuitou, podnik musí trvale investovat do výše odpisů (going concern princip).

Pro výpočet výnosové hodnoty podniku metodou *DCF* rozlišujeme tyto základní techniky:

- metoda *DCF-Entity* (*Entity approach*),
- metoda *DCF-Equity* (*Equity approach*),
- metoda *DDM* (*Dividend Discount Model*) – dividendový diskontní model,
- metoda *APV* (*Adjusted Present Value*) – metoda upravené současné hodnoty.

Smyslem všech metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“, v mezinárodní terminologii definovanou jako hodnotu „vlastního kapitálu“. Jednotlivé metody se však liší podle toho, jak se k hodnotě vlastního kapitálu dospěje.

V další části podkapitoly se zaměříme na vysvětlení metody *DCF-Entity*, která bude zároveň uplatněna v praktické části.

Metoda *DCF-Entity* je metodou ocenění vycházející z propočtu hodnoty podniku jako celku. Podnik jako celek je ovšem chápán nikoliv na úrovni bilanční sumy, nýbrž právě na úrovni investovaného kapitálu.

Rozlišujeme tři základní tvary modelů:

- model pro stabilní růst (například Gordonův model stabilního růstu),
- dvoufázový propočet (rozdělení budoucího vývoje podniku na období vysokého růstu a období stability),
- třífázový propočet (rozdělení budoucnosti na fázi rychlého růstu, fázi přechodnou a období stability).

Pokud má odhadce k dispozici zdůvodněný finanční plán a výsledky strategického ocenění a finanční analýzy, může přistoupit k vlastnímu ocenění metodou *DCF-Entity*. Propočet touto metodou probíhá ve dvou základních fázích:

- a) oceňovatel určí celkovou hodnotu podniku jako součet hodnoty vlastního a cizího kapitálu. Z cizího je ovšem započítáván jen úročený kapitál, hodnota neúročeného není uvažována. Hodnotu celkového kapitálu odhadce určí pomocí volného peněžního toku, který zahrnuje jak platby za vlastní, tak i za cizí kapitál,
- b) odhadce vypočítá výnosovou hodnotu vlastního kapitálu tak, že celkovou hodnotu podniku sníží o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Hodnota, jíž odhadce získá, je hodnotou „provozu“ podniku, neboť při výpočtu volných peněžních toků se nebere v úvahu změna majetku, který není provozně nutný, ani výnosy z něho. V závěrečném kroku oceňování se k vypočítané hodnotě přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

Používá-li odhadce model, který v čitateli pracuje s volnými peněžními toky jak pro věřitele, tak i pro akcionáře, potom musí také diskontní míra odrážet skutečnost, že peněžní tok je určen jak věřiteli, tak akcionáři.

Níže jsou uvedeny vzorce pro výpočet hodnoty podniku dvoufázovou metodou, která bude použita pro stanovení hodnoty oceňované společnosti v rámci diplomové práce. Budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První z nich zahrnuje období, pro které je možné vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta (délka první fáze je omezená). Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze bývá označována jako pokračující hodnota. Poté se hodnota podniku v obecné rovině určí jako součet hodnoty podniku v první fázi a hodnoty podniku v druhé fázi:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.10)$$

kde V je hodnota podniku celkem, V_1 je hodnota podniku za první fázi, V_2 je hodnota oceňované společnosti za druhou fázi životnosti.

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.11)$$

kde FCF_t je volný peněžní tok (*Free Cash Flow*) v roce t , R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi (*Cost of capital*), T je délka první fáze v letech.

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.12)$$

kde PH je pokračující hodnota, neboli hodnota podniku za období druhé fáze (*Continual Value*, nebo taky *Fortsetzungswert*), T je sledované období.

Přičemž,

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (2.13)$$

kde FCF_{T+1} je volný peněžní tok v roce $T+1$, R_2 jsou náklady kapitálu v druhé fázi.

Hodnotu podniku jako celku pro model *DCF-Entity* lze určit pomocí následujícího vzorce¹⁷:

$$V_g = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}, \quad (2.14)$$

Následně dopočítáme hodnotu vlastního kapitálu:

$$V_n = V_g - D_0 + A_0, \quad (2.15)$$

kde V_n je hodnota podniku netto, to jest přeceněná hodnota vlastního kapitálu.

Jak je patrné z uvedeného vzorce, vyžaduje propočítání ocenění dle dané metody odhad tří základních vstupních veličin: volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele, diskontní

¹⁷ Pokračující hodnota v tomto základním případě počítána na principu Gordonova vzorce.

míry a pokračující hodnoty. Dále se v první řadě zaměříme na vysvětlení podstaty a způsobu výpočtu volných peněžních toků, a následně se soustředíme na pokračující hodnotu, obecněji řečeno reziduální, nebo též terminální hodnotu. Reziduální hodnota stále zůstává nedostatečně zpracovaným prvkem výnosového oceňování.

Modely *DCF* mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky. Podle toho, pro koho je peněžní tok určen, rozlišujeme:

- peněžní tok pro věřitele a pro akcionáře (*Free Cash Flow to the Firm, FCFF*),
- peněžní tok pro akcionáře (*Free Cash Flow to the Equity, FCFE*),
- peněžní tok pro věřitele (*Free Cash Flow to the Debt, FCFD*).

Volný peněžní tok pro věřitele a pro akcionáře představuje veškeré peněžní toky, které podnik generuje, a to jak pro věřitele, tak pro akcionáře. Z nich budou po zajištění rozvoje a dalšího fungování podniku, jimiž jsou investice a změna pracovního kapitálu, uspokojeny nároky akcionářů (především na dividendy) a věřitelů (v podobě splátek úvěrů a úroků). *FCFF* tedy zahrnuje veškeré peněžní toky do podniku, ale neurčuje, pro koho jsou určeny. Proto je užití tohoto tvaru cash flow v modelech výhodnější, neboť přesné určení užití peněžních toků v podnikatelském záměru může být značně nepřesné, případně obtížně definovatelné.

FCFF lze vypočítat dle následujícího vzorce:

$$FCFF = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK - INV + \text{úroky} \cdot (1 - t), \quad (2.16)$$

nebo taky,

$$FCFF = FCFE + FCFD, \quad (2.17)$$

kde *EAT* je čistý zisk (*Earnings After Taxes*), *t* je sazba daně z příjmů, *ODP* jsou odpisy (*Depreciation*), $\Delta\check{C}PK$ je změna čistého pracovního kapitálu (*Net Working Capital*) počítaná jako součet meziročních absolutních změn zásob, celkových pohledávek, a krátkodobých závazků, *INV* jsou investice (*Investment*).

U peněžního toku pro akcionáře rozlišujeme dvě základní situace. Pokud je podnik financován pouze vlastním kapitálem, takzvaně bez „finanční páky“, bude výpočet realizován podle stejného vzorce jako při výpočtu $FCFF$. Odlišný případ nastane, bude-li firma financována i dluhem. V tomto případě se v peněžním toku musí odrazit jeho snížení o část, která je určena věřitelům. Ti stojí s ohledem na své postavení vždy v první řadě z hlediska uspokojování nároků, které mají obvykle přiměřeně zajištěny. $FCFE$ vypočteme následovně:

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK - INV + S, \quad (2.18)$$

kde $FCFE$ je volný peněžní tok do vlastního jmění, S je saldo čerpání úvěrů v daném roce a splátky úvěrů v daném roce.

$$S = S^C - S^S, \quad (2.19)$$

kde S^C je čerpání úvěrů v daném roce, S^S jsou splátky úvěrů v daném roce.

Volné peněžní toky pro věřitele $FCFD$ představují toky vytvořené použitím dluhu jako cizího kapitálu. Věřiteli mohou být například komerční banky poskytující podniku úvěr. Hodnotu těchto toků lze odvodit ze vztahu:

$$FCFD = \text{úroky} \cdot (1 - t) - S, \quad (2.20)$$

kde S představuje saldo z pohledu banky, neboli rozdíl příjmů z inkasovaných splátek dluhu a výdajů na poskytnuté dluhy, tedy úvěry.

V rámci konceptu residuální hodnoty, zejména pak v běžných přístupech, je možné v odborné literatuře najít následující základní okruhy problémů: načasování residuální hodnoty, respektive stanovení délky první fáze, a tedy i momentu, od něhož má být residuální hodnota počítána; jaký model pro reziduální hodnotu použít a jak stanovit jednotlivé parametry zvolených modelů.

Kritéria pro odhad délky první fáze jsou následující.

Odvozovat délku první fáze v závislosti na období, po které se předpokládá, že podnik je schopen tvořit novou hodnotu. Jak známo, základním předpokladem pro tvorbu hodnoty je

schopnost získat a udržovat podstatnou konkurenční výhodu (competitive advantage period). Po ztrátě konkurenčních výhod by podnik měl vydělávat alespoň náklady kapitálu. Z těchto skutečností pak plyne úvaha, že první fáze by měla být tak dlouhá, jak dlouho lze očekávat tvorbu nové hodnoty.

Určovat délku první fáze je možné v závislosti na životním cyklu podniku. Pokud se například podnik nachází v rané etapě vývoje (fáze vzniku nebo fáze růstu), je třeba počítat s větší délkou první fáze. Počáteční rychlá tempa růstu příznačná pro úspěšné nové podniky se postupně ustálí a původní rentabilita výnosů se postupem času sníží. Spolu s tím je nutno zpočátku počítat s vyššími investicemi.

Poslední variantou, která je velmi často používána v praxi, je orientovat délku první fáze na období, pro něž jsou zpracovány plány ze strany vedení oceňovaného podniku.

Vypočítat pokračující hodnotu lze použitím dvou metod:

- Gordonova modelu,
- parametrického modelu.

Níže řešíme situaci při stanovení pokračující hodnoty uplatněním Gordonova modelu. Při odhadu pokračující hodnoty v něm předpokládáme stabilní a trvalý růst peněžního toku. Volný peněžní tok v druhé fázi vývoje podniku je pak určen na základě tempa růstu g , který je možné odhadnout z tempa růstu upravených hospodářských výsledků použitých při výpočtu volných peněžních toků na základě odhadů vývoje makroekonomických ukazatelů a dalších faktorů:

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g} = NOA_T + \frac{NOPAT_{T+1} - NOA_T \cdot WACC}{WACC - g}, \quad (2.21)$$

kde PH_T je pokračující hodnota ke konci roku T na úrovni hodnoty brutto, T je počet let první fáze, g je předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, to jest v podstatě do nekonečna.

Očekávaný růst g určíme následovně:

$$g = \frac{FCF_{T+1} - FCF_T}{FCF_T}, \quad (2.22)$$

kde FCF_{T+1} jsou volné peněžní toky ve sledovaném období, FCF_T jsou volné peněžní toky v minulém období.

Výše zmíněný postup vykazuje hlubší nedostatky, protože odhad pokračující hodnoty, podobně jako odhad hodnoty podniku jako celku, musí být založen na explicitním odhadu dvou základních faktorů, neboli generátorů hodnoty, určujících výnosovou hodnotu: rentabilitě investic a tempu růstu. Je zřejmé, že uvedené použití Gordonova modelu je explicitně založeno pouze na parametru tempa růstu, zatímco bezprostřední odhad rentability je zde opomíjen. Přesněji řečeno, implicitně se pracuje s předpokladem, že rentabilita bude udržována na hodnotách, které dosáhla v posledních obdobích první fáze. Tento postup však nelze považovat za správný, poněvadž znalec se musí nutně zabývat oběma generátory hodnoty.

Závěrem lze uvést hlavní výhody a nevýhody metody diskontovaných peněžních toků:

- a) výhody: nejčastěji používaná metoda jak v České republice, tak i v zahraničí; je vhodná pro ocenění investovaného kapitálu; má zcela nezastupitelnou roli při ocenění pouze části podniku, na kterou není alokován žádný konkrétní úročený kapitál,
- b) nevýhody: potřeba vyladění struktury kapitálu tak, aby odpovídala výslednému ocenění.

2.4.3 Metody stanovení nákladů kapitálu

Podkapitola je věnována detailnímu rozboru jednotlivých metod a způsobů stanovení nákladů na kapitál.

Pojmem náklady kapitálu se rozumí náklady podniku na získání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Tyto náklady představují minimální požadovanou míru výnosnosti

kapitálu jak z pohledu vlastníka, tak i z pohledu investora. Zatímco investorem jsou náklady kapitálu vnímány jako požadovaná výnosnost vložených prostředků, majitel podniku chápe náklady kapitálu jako cenu vlastního kapitálu.

Jsou rozlišovány náklady na celkový kapitál, náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál. Tato kategorizace je velice důležitá pro finanční rozhodování podniku. Začneme nejprve vysvětlením podstaty nákladů na celkový kapitál: průměrných vážených nákladů kapitálu.

Průměrné vážené náklady kapitálu $WACC$ zde odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do rozvoje podniku. Výpočet pro ukazatel $WACC$ je vyjádřen pomocí následujícího vzorce:

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.23)$$

kde R_D jsou náklady na cizí kapitál neboli očekávaná výnosnost cizího kapitálu do doby splatnosti (*Cost of debt capital*), t je sazba daně z příjmu, D je cizí kapitál¹⁸, přesněji řečeno tržní hodnota cizího kapitálu (*Proportion of debt financing*), R_E jsou náklady na vlastní kapitál neboli očekávaná výnosnost vlastního kapitálu (*Cost of equity capital*), E je tržní hodnota vlastního kapitálu (*Proportion of equity financing*).

Dále se zaměříme na podrobnější vysvětlení propočtu jednotlivých složek průměrného váženého nákladu kapitálu. Začneme vysvětlením výpočtu nákladů na cizí kapitál.

Náklady na cizí kapitál lze vyjádřit jako úroky, které je třeba platit věřitelům. Základní úroková míra je dána současným stavem na finančním trhu, její konkrétní výše se pak liší dle následujících kritérií:

- a) z hlediska času, na který je úvěr poskytnout, přičemž platí, že dlouhodobé cizí zdroje jsou dražší než krátkodobé,

¹⁸ Cizím kapitálem v podniku mohou být například bankovní úvěry, obligace, leasingové financování a další způsoby financování.

- b) podle očekávané efektivnosti, čím je vytvořený efekt vyšší, tím je větší záruka splacení úvěru,
- c) z hlediska hodnocení bonity dlužníka, kde platí, že bonitní dlužník má možnost získat cizí zdroje za nižší úrokovou sazbu.

Výpočet nákladů na cizí kapitál je následující:

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.24)$$

kde i je úroková míra z dluhu (*Debt interest rate*).

Výše úrokové míry lze stanovit podle následujícího vzorce:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}}, \quad (2.25)$$

Stanovení nákladů na vlastní kapitál je výrazně obsáhlejší proces. I přesto, že se na první pohled může zdát, že vlastní kapitál použitý ke zřízení podniku je zcela zadarmo, ve skutečnosti tomu tak není. Náklady na vlastní kapitál jsou totiž dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Obecně platí, že náklady na vlastní kapitál jsou pro podnik vyšší než náklady na kapitál cizí.

Náklady na vlastní kapitál lze určit buď na bázi tržních přístupů, nebo metod a modelů vycházejících z účetních dat. Základními metodami pro odhad nákladů na vlastní kapitál široce užívanými v oceňovací praxi jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv – *CAPM (Capital Asset Pricing Model)*,
- arbitrážní model oceňování – *APM (Arbitrage Pricing Model)*,
- dividendový model - *Dividend Model*,
- stavebnicové modely – *Build-up model*.

Dále se zaměříme na podrobnější vysvětlení metod odhadu nákladu na vlastní kapitál. V praktické části diplomové práce pak bude uplatněna metoda *CAPM*.

Odvozením modelu oceňování kapitálových aktiv se zabývali významní světoví ekonomové, například J. Treynor, W. Sharpe, J. Lintner a J. Mossin. Jejich práce však vycházely především z díla H. Markowitze, který se zabýval teorií portfolia a diverzifikací rizika. Jedná se o jednofaktorový rovnovážný model, přičemž rovnováha je dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Výsledný vzorec pro výpočet nákladů na vlastní kapitál aplikaci modelu oceňování kapitálových aktiv vypadá takto (*CAPM-SML beta verze*):

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.26)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba (*Risk-free interest rate*), β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Důležitým prvkem při použití modelu oceňování kapitálových aktiv je nutnost zohlednění jeho podstatných předpokladů, zejména toho, že:

- investor usiluje o maximalizaci zisku a majetku,
- existuje dokonalý trh – transparentní, bez daní a transakčních nákladů.

Koeficient citlivosti, jinak také *Beta*, charakterizuje úroveň tržního rizika ve vztahu k riziku celého trhu. Pokud by *Beta* byla rovna jedné, znamenalo by to, že koeficient zcela kopíruje riziko trhu. Hodnoty *Beta* větší než jedna představují větší výkyvy, než jsou charakteristické pro tržní průměry. Hodnota menší než jedna znamená, že riziko aktiva je menší než průměrné systematické riziko na trhu.

Metod odhadu koeficientu *Beta* je několik. V práci se zaměříme na vysvětlení pouze jedné, konkrétně na *metodu analogie*.

Koncepce postupu *metody analogii* spočívá v použití koeficientů *Beta* srovnatelných fungujících podniků, jejichž činnost není diverzifikovaná¹⁹. Jako vzorec pro výpočet koeficientu *Beta* dle této metodologie slouží:

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.27)$$

kde β^L je koeficient *Beta* vlastního kapitálu u zadlužené firmy (*Beta of indebted company*), β^U je koeficient *Beta* vlastního kapitálu u nezadlužené firmy²⁰ (*Beta of unindebted company*).

Rovněž arbitrážní model oceňování *APM* patří mezi tržní přístupy stanovení nákladů na vlastní kapitál, protože je ovlivňován řadou rizikových faktorů, a to jak makroekonomických (například HDP nebo inflace), tak mikroekonomických (například zadluženost, rentabilita nebo likvidita podniku). Rovnovážnou podmínkou v tomto modelu je nemožnost uplatnění arbitráže²¹, tedy neexistence příležitostí k dosažení arbitrážního zisku pro kteréhokoliv investora. Základní tvar arbitrážního modelu vypadá následovně:

¹⁹ Takzvaná Pure-play-technique.

²⁰ Koeficient *Beta* nezadlužené firmy závisí na odvětví podnikání, ve kterém oceňovaná společnost působí, a je propočítán jako průměr za vybraná odvětví nebo obor. Vypočítané koeficienty *Beta* příslušných odvětví dle Damodaran - Betas by Sector [online]. 2012 [cit. 2012-01-01]. Dostupný také zde: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

²¹ Arbitráž je operace spočívající v současném nákupu a prodeji téhož zboží na různých burzách s cílem využít kurzových rozdílů k dosažení zisku. Arbitrážní zisky přestávají existovat, když transakční náklady na nákup levnějšího zboží a na prodej dražšího zboží převýší rozdíl mezi cenami těchto zboží.

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.28)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru, $E(R_j)$ představuje očekávaný výnos j -tého faktoru.

Dividendový model je široce využíván k oceňování akcií, kdy se tržní cena akcie stanoví jako současná hodnota budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. V případě konstantní hodnoty dividendy a za předpokladu nekonečně dlouhé držby akcie, lze vztah pro náklady vlastního kapitálu určit následujícím způsobem:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}, \quad (2.29)$$

kde DIV je konstantní hodnota dividendy.

Pokud předpokládáme, že hodnota vyplacené dividendy v příštích letech poroste tempem g , pak vztah pro výpočet nákladu na vlastní kapitál bude mít následující formu:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g, \quad (2.30)$$

V ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, kde není možné použít model *CAPM*, případně arbitrážní model, jsou používány ke stanovení nákladů kapitálu stavebnicové modely. Ty vycházejí z předpokladu, že lze stanovit náklady vlastního kapitálu jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. V podmínkách České republiky je tento model využíván Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy jsou pomocí této metody lze stanovit následovně:

$$WACC_U \equiv R_E^U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}, \quad (2.31)$$

kde $WACC_u$ jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, $R_{\text{podnikatelské}}$ představuje rizikovou přírážku za obchodní podnikatelské riziko, R_{finstab} je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Podle tohoto modelu se celkové náklady zadlužené firmy stanoví takto:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.32)$$

kde $WACC_L$ jsou náklady celkového kapitálu zadlužené firmy,

a náklady vlastního kapitálu takto,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{EAT}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.33)$$

kde $UZ = VK + BU + OBL$ jsou úplatné zdroje, BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace, Z je hrubý zisk, EAT/Z je daňová redukce, UM je úroková míra.

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy nejsou konstantní k faktorům ovlivňujícím propočet rizikových přírážek a budou se měnit v reakci na ně. Propočet jednotlivých přírážek je následující.

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA} . Jestliže $UZ \geq 3$ mld. Kč, tak R_{LA} bude činit 0 %. Potom, jestli $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 5$ %. Ale když $3 \text{ mld. Kč} > UZ > 0,1 \text{ mld. Kč}$, pak se riziková přírážka vypočte podle následujícího vzorce:

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}, \quad (2.34)$$

Riziková přírážka produkční síly $R_{podnikatelské}$. Pokud $EBIT/A > (UZ/A) \cdot UM$, pak $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelskéhoodvíví}$. Pokud $EBIT/A < 0$, potom $R_{podnikatelské} = 10$ %. Když $(UZ/A) \cdot UM \geq EBIT/A \geq 0$, tak bude výpočet rizikové přírážky vypadat následovně:

$$R_{podnikatelské} = \left(\frac{\left(\frac{UZ}{A} \cdot UM\right) - \frac{EBIT}{A}}{\frac{UZ}{A} \cdot UM} \right)^2 \cdot 0,1, \quad (2.35)$$

Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$. Vycházíme z výsledků propočtu ukazatele celkové likvidity:

$$L_3 = \frac{OA}{kratkodobé\ závazky + bankovní\ úvěry\ a\ výpomoci - dlouhodobé\ bankovní\ úvěry}, \quad (2.36)$$

přičemž jsou stanoveny mezní hodnoty likvidity, XL_1 a XL_2 . Jestli $L_3 \leq XL_1$, pak $R_{finstab} = 10$ %. Pokud $L_3 \geq XL_2$, pak $R_{finstab} = 0$ %. Když platí, že $XL_2 > L_3 > XL_1$, pak postupujeme dle níže uvedeného vzorce:

$$R_{finstab} = \left(\frac{XL_2 - L_3}{XL_2 - XL_1} \right)^2 \cdot 0,1, \quad (2.37)$$

Výběr a aplikace metod odhadu nákladů na kapitál jsou vždy ovlivněny stavem a stupněm rozvoje ekonomického prostředí země, ve které společnost podniká, dostupností dat z příslušného kapitálového trhu a účelem použití. Žádnou z výše představených metod nelze považovat za nejlepší, neboť každá reflektuje jiné pojetí, jiná východiska a jiný účel aplikace.

2.4.4 Analýza citlivosti a scénářů

Ve finanční teorii se často vyskytují pojmy, jako jsou nejistota, riziko nebo neurčitost. Nikdy nelze předpovědět budoucí vývoj se stoprocentní jistotou, a tudíž dochází k odchýlení plánovaných výkonů od skutečných výsledků podnikatelské činnosti. Je proto vhodné sestavit analýzu citlivosti podávající obraz toho, jak jsou výsledky ocenění citlivé na změnu jednoho nebo více zásadních parametrů. Z toho důvodu bývá tato analýza někdy označována jako „*What If...*“, „*Co když...*“ analýza. U této analýzy se vychází z předpokladu, že je možné obecně syntetický finanční ukazatel vyjádřit jako funkci dílčích ukazatelů podle vzorce²²:

$$U = f(F_1, F_2 \dots F_n), \quad (2.38)$$

²² DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

Citlivost souhrnného ukazatele na první faktor pak lze určit, buď jako hodnotu při změně faktoru:

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2 \dots F_n], \quad (2.39)$$

nebo také jako přírůstek hodnoty vlivem změny faktoru:

$$\Delta U_{\alpha}^{F_1} = U_{1+\alpha}^{F_1} - U = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2 \dots F_n] - U, \quad (2.40)$$

kde α je relativní odchylka, která může nabývat kladných nebo záporných hodnot.

Pokud je třeba posoudit vliv více faktorů, provádí se analýza scénářů. V případě vlivu tří faktorů, se citlivost na jednotlivé z nich stanoví následovně:

$$U_{1+\alpha,1+\beta,1+\gamma} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, (1 + \beta) \cdot F_2, (1 + \gamma) \cdot F_3, F_4 \dots F_n], \quad (2.41)$$

nebo,

$$\Delta U_{\alpha,\beta,\gamma} = U_{1+\alpha} - U = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, (1 + \beta) \cdot F_2, (1 + \gamma) \cdot F_3, F_4 \dots F_n] - U, \quad (2.42)$$

Analýza citlivosti je v soudobé finanční praxi významným analytickým nástrojem. V souvislosti s oceněním společnosti otevírá možnosti sledování působení změn relevantních vstupních parametrů na výslednou hodnotu. Výsledky analýzy umožňují vymezit prostor při vyjednávání o konečné ceně podniku.

2.5 Fúze a akvizice v České republice a ve světě

Poté, co byla rozebrána problematika samotného oceňování podniku a byly popsány standardy a metody, kterými se tento proces řídí, zacílíme v této podkapitole na analýzu dalšího cíle diplomové práce - vyřešení problematiky akvizice.

V době globalizace není pro firmy jednoduché získat na trhu pevnou pozici s jistotou do budoucna. Podniková sféra z doby bývalého Československa stála navíc po „sametové revoluci“ v roce 1989 na prahu nových a často neočekávaných událostí. V rámci kupónové

privatizace se mnoho velkých firem transformovalo na akciové společnosti, nicméně jen některé z nich v konkurenčním boji obstály.

S rozvojem tržního hospodářství a s eliminací obchodních bariér na hranicích přišly další možnosti růstu tuzemských podniků na světových trzích. To zvýšilo zájem o české firmy. Na tyto skutečnosti musela z pochopitelných důvodů reagovat i legislativa. Byla vytvořena a přijata řada zákonů sladujících právní regulace v dané oblasti s předpisy Evropské unie a potřebami trhu. V českém právním řádu se problematikou fúzí a akvizic zabývají zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů.

Fúze i akvizice stejně jako stahování investic mají nezastupitelnou roli v realokaci zdrojů v ekonomice, a to bez ohledu na to, jaký skutečný užitek přinášejí hospodářství jako celku. Jsou tedy ekonomicky potřebným a zdravým procesem významně ovlivňujícím investiční trhy.

V odborné literatuře lze najít následující definice pojmů fúze a akvizice.

Fúze (Merger) – neboli sloučení. Kombinace dvou nebo více podniků, kde dochází k pohlcení aktiv a závazků přebírané společnosti (target) podnikem kupujícím (takeover). Často dochází k přesouvání managementu přebíraného podniku pod vedení kupující společnosti. V konečném důsledku po fúzi pokračuje v podnikatelské činnosti pouze jedna společnost.

Akvizice (Acquisition) – konsolidace nebo splynutí. Majetková operace, kdy jedna společnost má zájem získat rozhodující, respektive kontrolní, balík či obchodní podíl v jiné firmě. Subjekt, kterému se podaří získat většinový podíl či kontrolní balík hlasovacích práv, pak fakticky nebo právně začne vykonávat přímo či nepřímo rozhodující vliv na řízení nebo provozování cílového podniku. Ten se stává ovládanou společností.

Fúze - patří do oblasti právních přeměn obchodních společností. Jde o procesy, kdy alespoň jedna ze společností zaniká bez likvidace a podnik s majetkem a závazky přechází na právního nástupce. Tím může být společnost, která již existuje, nebo bude naopak nově

vytvořena. Právní nástupce za převzatý podnik s majetkem a závazky předá vlastníkům nebo akcionářům zaniklé společnosti podíly či akcie na svém základním a vlastním kapitálu. Výsledkem přeměn obchodních společností je snížení počtu právnických osob při spojování podniků nebo zvýšení počtu právnických osob při jejich rozdělování. Fúze tedy představují významné majetkoprávní přesuny a lze na ně pohlížet jako na vnější investiční alternativu k vnitřnímu růstu, neboť za předpokladu, že se zvyšuje vnitřní růst, roste přiměřeně i vnější růst.

Přeměny obchodních společností:

- fúze sloučením – dochází k ní u dvou nebo více společností, přičemž alespoň jedna z nich musí být zrušena bez likvidace a její jmění převedeno na právního nástupce,
- fúze splynutím - dochází k zániku bez likvidace dvou a více slučovaných společností, z nichž je vytvořena společnost nová,
- převod jmění na společníka - jmění zanikající společnosti přechází na společnost, která byla vlastníkem zanikající společnosti,
- rozdělení společností - nastává rozdělením se založením nových společností nebo rozdělením sloučením, kdy z části zanikající společnosti vzniká společnost nová a z části oddělená společnost, která se slučuje s jinou již existující společností,
- změna právní formy - nastává při přeměně právní formy jedné společnosti.

Typy fúzí lze členit podle strategického významu.

Horizontální fúze (Horizontal merger) - jde o sloučení podniků se stejným nebo obdobným typem podnikání. Cílem bývají zpravidla úspory z rozsahu.

Vertikální fúze (Vertical merger) - v případě vertikální fúze pokračující společnost rozšiřuje náplň podnikání zpět směrem k surovinovým zdrojům nebo dopředu ke společnému spotřebiteli. Účelem je slučování zhotovitele se společností dobývajících základní suroviny nebo obchodními jednotkami s cíle dosažení úspor z vertikální integrace.

Konglomerátní fúze (Conglomerate merger) - v případě konglomerátní fúze se slučují, nebo splývají společnosti z nesouvisejících oborů. Cílem jsou nevyužité daňové štíty firem s nedostatečnými zisky nebo také úspory z rozsahu.

Kongenerická fúze (Product-extension merger) - fúzují společnosti z příbuzných oborů podnikání, které nevyrábí identický produkt. Příkladem může být fúze společnosti produkující mobilní telefony se společností zabývající se výrobou souvisejícího programového vybavení.

Akvizice je proces, při kterém přechází vlastnické podíly podniku či aktiva jedné společnosti na druhou. Akvizice se provádí především ve dvou základních typech:

- a) akvizice majetková (asset deal) je činností, u které dochází k převodu aktiv, majetku a závazků jedné společnosti na druhou. Kupující společnost tak získává jmění od prodávajícího buď za peněžitě, nebo bezhotovostní plnění. Daný typ transakce může být proveden na úrovni celého podniku nebo na úrovni jeho jednotlivých částí. Koupený podnik se zařadí do majetku kupujícího, na kterého rovněž přechází jednotlivé položky aktiv a závazky s nimi spojené,
- b) akvizice kapitálová (share deal) je procesem, při kterém dochází k převodu vlastnického podílu nebo jiným kapitálovým přeměnám společnosti. Účelem kapitálové akvizice bývá především získání podstatného (nejméně 20 % hlasovacích práv) nebo přímo rozhodujícího (většího než 50 % podílu na základním kapitálu jiného podniku) vlivu na kupované společnosti. Nabyvatel tak prostřednictvím svého vlivu kontroluje celou společnost, jejíž majoritní podíl získal. Uskutečňování kapitálových akvizic může probíhat různými formami, a to nákupem akcií na burze cenných papírů, získáním akcií při emisi na primárním a sekundárním kapitálovém trhu, nebo peněžitým či nepeněžitým vkladem.

Důvodů pro provedení fúzí a akvizic je celá řada. Vyčlenit z nich lze následující: příležitost k dosažení ekonomického zisku pomocí cílové společnosti; navýšení tržní hodnoty podniku ovládající společnosti; prostřednictvím vyplácených dividend zajistit dobrou návratnost celkových akvizičních nákladů po realizaci akvizice; dosahování přímých úspor; spekulativní převzetí kontrolního balíku akcií cílové společnosti z důvodu jejich zpětného odprodeje při vhodné příležitosti se ziskem vyšším, než kolik činí celkové akviziční náklady; rozšíření náplně podnikání ovládající společnosti; převzetí ekonomicky slabé společnosti za účelem zisku z její likvidace; fúze za účelem reorganizace skupiny podniků kapitálově úplně či téměř propojených; fúze jako dokončení procesu akvizice; vstup na nové trhy; společnost s

kladným daňovým základem může fúzovat se společností, která má vysokou daňovou ztrátu, a tím uspořit na dani nyní nebo v budoucnu.

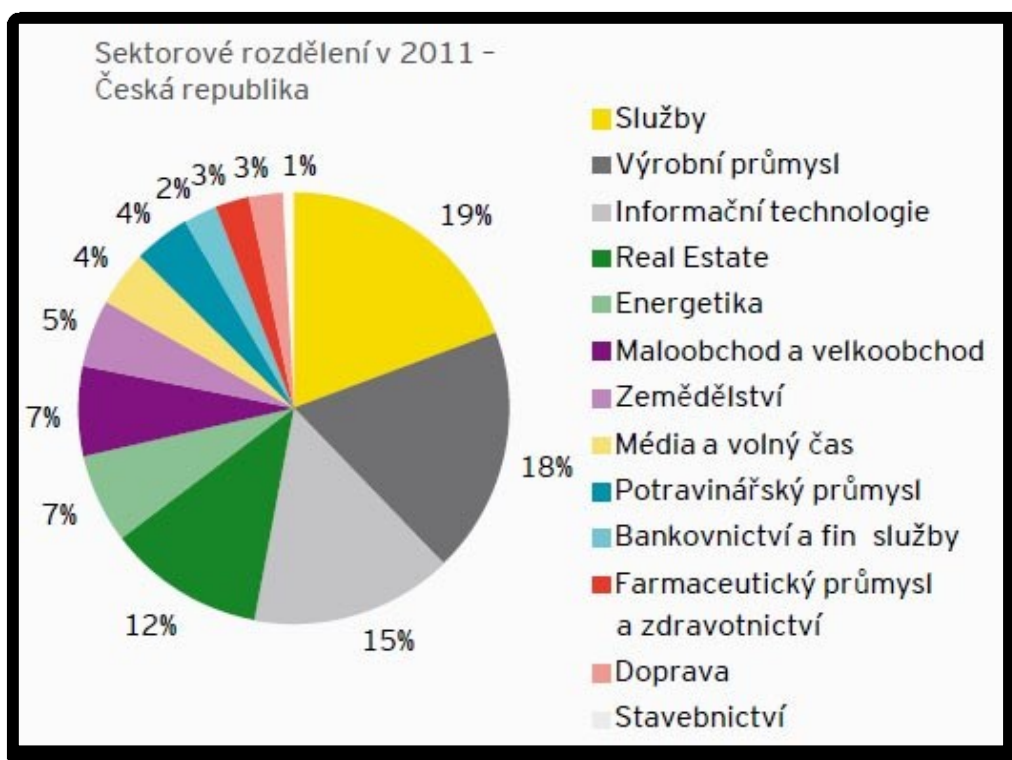
Trh fúzí a akvizic v ČR se nevyhnul poklesu globální ekonomiky, ale přesto i nadále nabízí domácím i mezinárodním investorům zajímavé příležitosti. Řada ekonomů předpovídá České republice vyšší ekonomický růst než západoevropským státům, což je zčásti důsledkem aktivit mnohých zahraničních investorů, kteří dlouhodobě investují do místních firem. Tyto podniky také hledají možné příležitosti, jak pomocí zahraničního kapitálu posílit vlastní postavení ve vyostřující se konkurenci na evropském a světovém trhu.

V současnosti figuruje Česká republika na 24. pozici v žebříčku nejvyspělejších trhů pro zahraniční fúze a akvizice. Země se umístila na stejné úrovni jako Izrael, Chile a Malajsie a stojí nejvýše ze zemí střední a východní Evropy²³.

Následující graf ukazuje údaje o provedených obchodních transakcích na českém trhu fúzí a akvizic podle sektoru ekonomiky.

²³ LAVIČKA, Václav. [online]. 2012 [cit. 2012-02-14]. Dostupný také zde: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-cesko/c1-54720090-v-cesku-loni-ubylo-obchodu-s-firmami-ale-celkova-hodnota-vsech-transakci-stoupla>.

Graf 2.1 Provedené obchodní transakce dle příslušného sektoru ekonomiky v roce 2011



Zdroj: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-cesko/c1-54720090-v-cesku-loni-ubyl-obchodu-s-firmami-ale-celkova-hodnota-vsech-transakci-stoupala>.

Dle údajů vyplývajících z výše uvedeného grafu lze konstatovat, že největší počet obchodních transakcí (fúzí a akvizic) se v České republice v roce 2011 uskutečnil v sektoru služeb.

Vzhledem k nepříliš optimistickým předpovědím vývoje eurozóny řada analytiků předpovídá, že fúzí a akvizic v roce 2012 ubude. Úspěch Česka bude záviset na schopnostech získávat možnosti spolupráce a synergické efekty s ostatními zeměmi v regionu. Stále atraktivními sektory jsou síťová odvětví. Konsolidace se děje v potravinářském a farmaceutickém oboru, dlouhodobý potenciál nabízí také zdravotnictví.

3. Analýza strategické a finanční situaci akciové společnosti

Kapitola se zaměřuje na podrobnější vysvětlení problematiky strategické a finanční analýzy podniku. Jsou uvedeny postupy a metody provedení strategické analýzy, zároveň je popsána řada finančních ukazatelů potřebných pro kvalitní ohodnocení finančního zdraví podniku.

Při psaní této kapitoly byly použity následující prameny: Dluhošová (2010), Kislingerová (2001), Sedláčková, Buchta (2006).

3.1 Strategická analýza podniku

Strategická analýza (Strategic analysis) je velmi důležitou součástí tvorby podnikové strategie, protože umožňuje managementu, aby si uvědomil, jaká je současná ekonomická situace podniku, jaké jsou předpoklady úspěchu, na co by mělo vedení v současnosti i v budoucnu zaměřit. Analýza v sobě zahrnuje zkoumání faktorů působících na podnik z vnějšího okolí (šance a rizika, které přináší podnikatelské prostředí) a interní analýzu (souhrn silných a slabých stránek podniku). Cílem provedení strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku.

3.1.1 Analýza externího prostředí podniku

Pro vedení firmy je nezbytné dobře porozumět charakteristikám relevantního trhu pro oceňovaný podnik. Jen tak je možné pochopit jeho povahu a faktory, které jej ovlivňují. Proto je třeba uplatnit globální systémový přístup analýzy vnějšího okolí zahrnující celosvětový politický, ekonomický, demografický, právní a sociální vývoj.

Externí analýza (External analysis) se zaměřuje na zkoumání makrookolí a mikrookolí podniku. Analýza mikrookolí se obvykle dále dělí na analýzu odvětví a analýzu konkurence.

- Analýza makrookolí

Makrookolí zahrnuje vlivy a podmínky, jež vznikají mimo podnik a obvykle bez ohledu na jeho konkrétní chování. Analýzou makrookolí dostává podnik možnost svým

rozhodováním aktivně reagovat na stále se měnící podmínky vnějšího prostředí, připravit se na určité alternativy, a tím ovlivnit směr svého dalšího vývoje.

Jednou z používaných metod pro analýzu makrookolí je PEST analýza, jejíž název pochází z angličtiny a je odvozen z názvu druhů faktorů, které jsou analyzovány. Jedná se o faktory:

- a) politicko-právní (political) - jako jsou stabilita národní a zahraniční politiky. Politické faktory se mohou promítnout ve formě daňových zákonů, regulací týkajících se ochrany životního prostředí, ochrany zaměstnanců nebo spotřebitelů, antimonopolních opatření a podobně,
- b) ekonomicko-hospodářské (economical) - ekonomické faktory jsou charakterizovaný stavem ekonomiky, v níž podnik působí. Mezi tyto faktory řadíme míru hospodářského růstu, úrokovou míru, výši inflace, směnný kurz, míru nezaměstnanosti, průměrnou mzdu a další skutečnosti,
- c) sociálně-kulturní (social) - sociální a demografické faktory odrážejí vlivy ochrany životního prostředí, pracovní síly, průměrného věku a růstu populace, mobility populace, životní úrovně a úrovně vzdělání, nebo také přístupu k práci a volnému času,
- d) vědecko-technologické (technological) – mezi tyto faktory můžeme zahrnout úroveň vládní podpory, celkovou technologickou úroveň, nové objevy, nebo rychlost zastarávání již vyvinutých strojů.

Informace získané z PEST analýzy je možné využít při tvorbě scénářů možného vývoje okolí podniku, které umožňují managementu simulovat jednotlivé varianty vývoje externího prostředí a určit jejich případný vliv na strategii.

- Analýza mikrookolí

Smyslem analýzy je vymezení odvětví a definice jeho základních charakteristik, mezi které patří například velikost trhu, geografický rozsah konkurence, růst trhu, počet konkurentů a jejich relativní velikost, počet a velikost zákazníků, vstupní a výstupní bariéry. Na základě uvedených charakteristik je možné rozhodnout o struktuře a fázi životního cyklu odvětví.

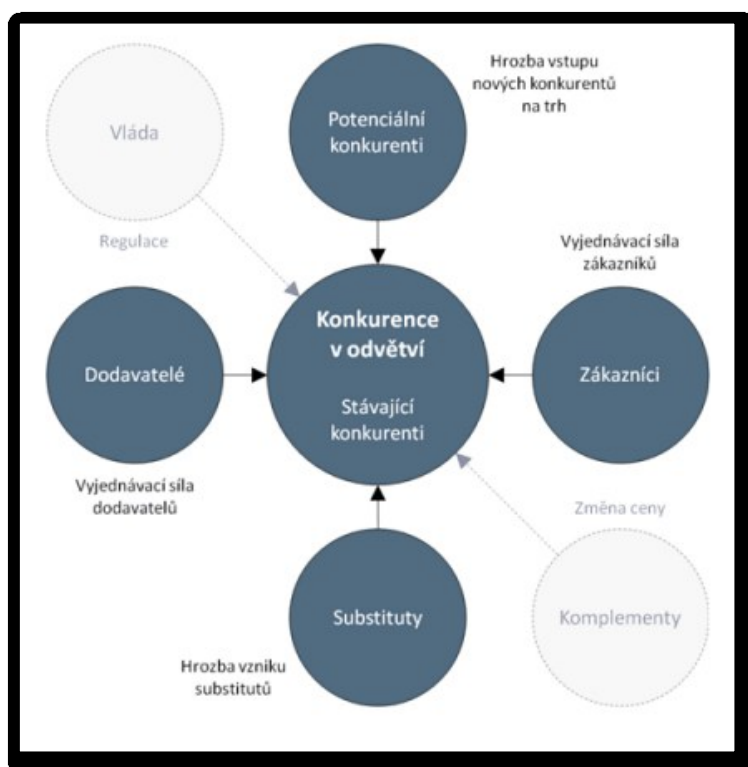
Struktura odvětví může z hlediska podniku vytvářet předpoklady k obavám z negativního vývoje podniku nebo ukázat na možné nevyužité příležitosti.

Pro formulaci správné strategie je velmi podstatné analyzovat faktory, které ovlivňují okolní prostředí, což zahrnuje nejen jejich identifikaci, ale také odhad možného dopadu na odvětví. Následující analýza umožňuje tato zkoumání provést.

Proto, aby management oceňované společnosti získal poměrně věrný obraz konkurenčního prostředí, doporučujeme využít tzv. *modelu pěti sil* Michaela E. Portera. V něm je konkurence funkcí pěti sil zahrnujících konkurenční síly vyplývající z: rivality mezi konkurenčními podniky; hrozby substitučních výrobků podniků v jiných odvětvích; hrozby vstupu nových konkurentů do odvětví; vyjednávací pozice dodavatelů klíčových vstupů a vyjednávací pozice hlavních odběratelů.

Na níže uvedeném grafu je schematicky znázorněn model pěti sil Michaela E. Portera.

Obrázek 3.1 Porterův model pěti sil



Zdroj: <http://managementmania.com/analyza-5f>.

Model má pomoci managementu uvědomit si, jaké konkurenční síly v odvětví působí a jaký je jejich vliv na sektor a konkrétní podnik. Při tvorbě strategie musí management s uvedenými faktory počítat a pokusit se je ovlivnit ve svůj prospěch.

Provedená analýza rovněž pomáhá managementu rozhodnout o atraktivitě či její absenci pro podnik v konkrétním odvětví a následně v zacílení strategie. V případě atraktivního odvětví se dá předpokládat agresivní strategie firmy, v opačném případě strategie obrany stávajících pozic či strategie odchodu z branže.

3.1.2 Interní analýza podnikových možností

Je možné tvrdit, že interní analýza (Internal analysis) je v jisté míře důležitější než analýza externího prostředí. Nicméně management podniku musí řádně zpracovat obě analýzy, aby na jejich základě dokázal spojit příležitosti, které okolí nabízí, s vlastními zdroji a schopnostmi společnosti.

V první řadě je nutné identifikovat významné zdroje, které má podnik k dispozici, a následně provést jejich analýzu. Zdroje lze rozdělit do čtyř skupin:

- a) hmotné zdroje - mezi které patří například budovy a stroje,
- b) nehmotné zdroje - jako jsou například licence, patenty, ale i technologie,
- c) lidské zdroje - v současné době patří k nejvýznamnějším zdrojům, protože především lidé mohou vytvořit těžko napodobitelnou konkurenční výhodu podniku,
- d) finanční zdroje - zahrnují informace o vlastním a cizím kapitálu a o možnostech jeho získání.

Veškeré zdroje zařazené v uvedených skupinách je nutné analyzovat především s ohledem na jejich jedinečnost a obtížnou dosažitelnost pro konkurenty. Management by rovněž neměl opomenout vazby mezi zdroji, které mohou být mnohdy velmi důležité.

3.1.3 Analýza vývoje tržeb

Neméně důležitým faktorem pro management podniku je vývoj tržeb (Sales Analysis). Pro objektivní stanovení jak podnikových možností, tak i hodnoty podniku potřebujeme předem vědět, jak se budou vyvíjet toky peněžních prostředků z vnějšku do podniku, a

z podniku do okolí. Pozitivní vývoj ukazuje na stabilní postavení podniku, na jeho platební schopnost a na jeho konkurenceschopnost. Odhady vývoje tržeb se provádějí spíše pro delší časová období. Každý rok provádí management podniku opakovaně hodnocení situace podniku s ohledem na měnící se podmínky v okolním prostředí s možností provedení změn směřujících ke stabilizaci vývoje. Pro provedení analýzy jsou důležité následující faktory: stálost a předvídatelnost tržeb, odhad rizika s ohledem na možnost předvídat tržby, pochopení základní struktury a trendů v tržbách firmy, odhad celkových tržeb v případě zatížení firmy úvěrem.

3.2 Finanční analýza podniku

Finanční analýza (Financial statement analysis) je metoda hodnocení podniku, jeho hospodaření a finanční situace, která následně umožňuje přijímat rozhodnutí a opatření směrem do budoucna. Finanční analýza se v případě oceňování podniku jeví jako východisko pro posouzení stávajícího ekonomického stavu podniku, a především pro identifikaci eventuálních rizik plynoucích z jeho fungování v budoucnosti. Jednotlivá data, která vstupují do finanční analýzy, vycházejí z následujících finančních výkazů: rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow. Uvedené výkazy musí pro účely správného ocenění splňovat základní pravidla, jimiž jsou: zásada věrného zobrazení skutečnosti, zásada účetní jednotky, zásada periodicity a zásada konzistence mezi účetními obdobími. Dalšími zdroji informací pro provedení kvalitní finanční analýzy mohou být: finanční informace zahrnující účetní výkazy a výroční zprávy; kvantifikovatelné nefinanční informace obsahující firemní statistiky; nekvantifikovatelné informace představující zprávy vedoucích pracovníků jednotlivých divizí firmy.

Hlavním úkolem finanční analýzy je pokud možno komplexně posoudit úroveň aktuální finanční situace podniku, tedy finančního zdraví podniku. Finanční kondici podniku je možné posuzovat na základě schopnosti podniku udržet vlastní existenci a produkovat efekty pro vlastníky ve formě co nejlepších výsledků. Současně by finanční analýza měla pomoci odhadnout budoucí vývoj jednotlivých ekonomických veličin, nebo alespoň vytvořit základ pro odhad možných změn ve vývoji stávajících trendů.

Metody finanční analýzy můžeme rozdělit z hlediska složitosti používaných matematických postupů na metody základní (elementární) a na vyšší metody finanční analýzy. Vyšší metody přitom využívají složitějších matematických postupů. Další členění vychází z následujících metod.

Metody deterministické jsou metody jednoduché, standardně používané pro analýzu souhrnného vývoje, pro analýzu struktury a pro analýzu odchylek.

Matematicko-statistické metody zpravidla vycházejí z dostupných údajů delších časových řad a jsou založeny na složitějších matematických postupech a myšlenkách. Slouží především k posouzení determinantů a faktorů vývoje a k určení kauzálních závislostí a vazeb.

Horizontální analýza (analýza vývojových trendů) sleduje vývoj dané veličiny v čase jak v absolutním, tak v relativním vyjádření.

Vertikální analýza (analýza struktury) slouží k posouzení, jak se jednotlivé majetkové části podílely na celkových aktivech a pasivech.

Vertikálně-horizontální analýza je charakteristická tím, že vytváří komplexní pohled na vývoj finančních ukazatelů a zároveň struktury v čase.

Pyramidová soustava ukazatelů provádí rozbor určitého základního syntetického ukazatele do dílčích vysvětlujících ukazatelů za předpokladu existence funkčních závislostí mezi jednotlivými ukazateli příslušné soustavy.

Paralelní soustavy nejsou založeny na rozkladu vrcholového ukazatele, ale jsou tvořeny ukazateli, které se seskupují do skupin podle věcné příbuznosti a interpretace.

Analýza citlivosti je metoda, která používá se k posouzení vlivu změn vybraných faktorů na výsledné hodnocení.

Regresní analýza se dá využít k hledání statistické funkční závislosti mezi finančními ukazateli.

Diskriminační analýza vytváří na základě časových řad finančních ukazatelů skupiny podniků s obdobnou finanční úrovní.

Analýza rozptylu se používá tam, kde je potřeba rozložit celkové riziko na rizika přiřaditelná vybraným faktorům a reziduální chybu.

Za základ finanční analýzy se však považuje poměrová analýza (financial ratio analysis), která spočívá v poměru jednoho či více údajů k jiné položce nebo skupině položek z účetních výkazů. V práci se zaměříme na využití právě této analýzy, která zahrnuje následující skupiny ukazatelů:

- analýza ukazatelů rentability (profitability ratios),
- analýza ukazatelů aktivity (activity ratios),
- analýza ukazatelů zadluženosti a finanční stability (debt and financial stability ratios),
- analýza ukazatelů likvidity (liquidity ratios),
- analýza ukazatelů kapitálového trhu (market ratios),
- analýza ukazatelů provozní činnosti (key performance indicators),
- analýza ukazatelů na bázi cash flow (cash flow ratios).

Dále bude podrobněji proveden rozbor skupiny poměrových ukazatelů. Analýza finanční situace pomocí poměrových ukazatelů je nejběžněji používanou technikou z důvodů její časově nenáročnosti, podnětu k hlubší analýze a použitelnosti pro podniková srovnání.

Ukazatele zadluženosti a finanční stability

Finanční stabilita podniku je charakterizována strukturou zdrojů financování. Finanční stabilitu je možno hodnotit na základě analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí. Ukazatele zadluženosti jsou vztahem mezi cizími zdroji na jedné straně a vlastními zdroji na straně druhé. Čím je firma zadluženější, tím jsou její ukazatele zadluženosti vyšší.

$$Equity Ratio = \frac{VK}{A} \cdot 100 \%, \quad (3.1)$$

kde *VK* je vlastní kapitál (*Stockholder's Equity*), *A* je celková aktiva (*Total assets*).

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na celkových aktivech charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu a udává, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční samostatnost. Zvyšování ukazatele znamená upevňování finanční stability.

$$\text{Celková zadluženost (Total debt)} = \frac{CZ}{A} \cdot 100 \%, \quad (3.2)$$

kde CZ je cizí kapitál (*Debt*).

Ukazatel měří podíl věřitelů na celkovém kapitálu, z něhož je financován majetek firmy. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \cdot 100 \%, \quad (3.3)$$

kde *EBIT* (*Earnings before Interest and Taxes*) je zisk před úroky a zdaněním.

Ukazatel úrokového krytí (Interest Coverage Ratio) informuje o tom, kolikrát celkový efekt reprodukce převyšuje úrokové platby. Jestli hodnota rovna 100 % znamená to, že podnik vydělá pouze na úroky, tedy vytvořený zisk je nulový.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT} \cdot 100 \%, \quad (3.4)$$

Ukazatel vyjadřuje, v jaké míře zatěžují úroky zisk podniku. Pokud má podnik dlouhodobě nízké úrokové zatížení, může si dovolit vyšší podíl cizích zdrojů.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku hradit včas své závazky. Nicméně, podnikatel by neměl držet v hotovosti více prostředků, než je potřebné k úhradě alespoň krátkodobých závazků. Protože peníze samy o sobě nepřinášejí žádný zisk, je možné jejich přebytečné množství dočasně investovat.

$$\text{Celková likvidita (Current Ratio)} = \frac{OA}{KZ}, \quad (3.5)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva (*Short-term assets*), *KZ* jsou krátkodobé závazky (*Short-term liabilities*).

Vysoká úroveň ukazatele neodpovídá dobrému stavu podniku, protože veškerá oběžná aktiva nejsou stejně likvidní, a některá jsou dokonce na peníze nepřeměnitelná. Za průměrnou výši tohoto ukazatele se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5.

$$\text{Pohotovná likvidita (Quick Ratio – Acid Test Ratio)} = \frac{(OA - \text{zásoby})}{KZ}, \quad (3.6)$$

Ukazatel odstraňuje nevýhody vypovídací schopnosti předchozího ukazatele, jež z oběžných aktiv vylučuje zásoby a ponechává v čitateli jen peněžní prostředky, krátkodobé cenné papíry a krátkodobé pohledávky. Doporučená hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5.

$$\text{Okamžitá likvidita (Cash Ratio)} = \frac{\text{pohotovité platební prostředky}}{KZ}, \quad (3.7)$$

Ukazatel peněžní likvidity pracuje pouze s finančním majetkem tvořeným penězi, bankovními účty a krátkodobým finančním majetkem, to jest s nejlíkvidnější částí podniku. Ukazatel je poměrně nestabilní, a proto může sloužit zejména k dokreslení úrovně likvidity podniku.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost podniku dostatečně výhodně využívat vložené prostředky. Měří celkovou dobu jejich obratu nebo rychlost obratu jejich jednotlivých složek, a hodnotí tak vázanost kapitálu v určitých formách aktiv.

$$\text{Obrátka celkových aktiv (počet obrátů/rok)} = \frac{T}{A}, \quad (3.8)$$

kde *T* jsou tržby (*Total sales*).

Ukazatel rychlosti obratu celkových aktiv měří obrat neboli intenzitu využití celkového majetku. Čím je ukazatel vyšší, tím efektivněji podnik využívá majetek.

$$Doba\ obratu\ aktiv = \frac{A}{T} \cdot 360, \quad (3.9)$$

Pomocí ukazatele (*Average Collection Period of Total Assets*) vypočítáme, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Pozitivní je co nejkratší doba obratu.

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby}{T} \cdot 360, \quad (3.10)$$

Ukazatel charakterizuje úroveň běžného provozního řízení. Je žádoucí udržovat dobu obratu zásob na zdůvodněné výši.

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky}{T} \cdot 360, \quad (3.11)$$

Ukazatel vyjadřuje počet dní, na které dodavatelé poskytl obchodní úvěr. Charakterizuje platební disciplínu podniku.

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky}{T} \cdot 360, \quad (3.12)$$

Daný ukazatel udává, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury. Ukazatel je důležitý z hlediska plánování peněžních toků.

$$Ukazatel\ doby\ samoreprodukce = \left(\frac{VK}{EAT + odpisy} \right), \quad (3.13)$$

Ukazatel (*Period of self-reproduction*) udává, za jak dlouhou dobu (v letech) bude obnovena položka vlastního kapitálu z peněžních prostředků produkovaných podnikem. Za optimální výsledek lze považovat klesající trend ukazatele. Čím kratší je doba, tím vyšší je míra samoreprodukce podniku.

Ukazatele rentability

Rentabilita je obecně definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Ukazatele rentability se v praxi používají v různých obměnách a modifikacích. To závisí především na tom, jaký zisk dosazujeme do čitatele v příslušném vzorci.

Mezi nejpoužívanější kategorie zisku patří:

- zisk před úhradou odpisů, úroků a daní (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation Charges, EBITDA*) - udává celkový finanční efekt, který je generován aktivy podniku,
- zisk před odečtením úroků a daní (*Earnings before Interest and Taxes, EBIT*) – představuje provozní hospodářský výsledek,
- zisk před zdaněním (*Earnings before Taxes, EBT*) – ve srovnání s předchozím již byly odečteny náklady na financování (úroky),
- zisk po zdanění (*Earnings after Taxes, EAT*) – čistý zisk neboli výsledek hospodaření za účetní období po zdanění,
- nerozdělený zisk (*Earnings Retained, EAR*) – jedná se o čistý zisk snížený o výplatu dividend nebo podílů na zisku.

$$ROA = \frac{EBIT}{A} \cdot 100 \%, \quad (3.14)$$

kde *ROA (Return on Assets)* je rentabilita celkového vloženého kapitálu.

Ukazatel rentability úhrnných vložených prostředků *ROA* bývá považován za klíčové měřítko rentability, protože poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Hodnota *ROA* se hodnotí srovnáním s odvětvovým průměrem.

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \cdot 100 \%, \quad (3.15)$$

kde *ROE (Return on Equity)* je rentabilita vlastního kapitálu.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu ROE hodnotí výnosnost kapitálu, který do podniku vložili akcionáři či vlastníci. Ukazatel slouží investorům ke zjištění, zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice. Zároveň by mělo platit pravidlo, že $ROE > ROA$, což vyjadřuje kladné působení finanční páky²⁴.

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + \text{dlouhodobé cizí zdroje}} \cdot 100 \%, \quad (3.16)$$

kde $ROCE$ (*Return on Capital Employed*) je rentabilita dlouhodobé investovaného kapitálu.

Ukazatel vyjadřuje na jedné straně schopnost organizace odměnit ty, kteří poskytli prostředky, a na straně druhé schopnost přilákat nové investory. Tímto ukazatelem se hodnotí význam zvýšení potenciálu vlastníka využitím dlouhodobého cizího kapitálu. Záporné hodnoty $ROCE$ znamenají nerentabilitu podnikatelské činnosti. Ukazatel je vhodný k mezipodnikovému porovnávání.

$$ROS = \frac{EAT}{T}, \quad (3.17)$$

kde ROS (*Return on Sales*) je rentabilita tržeb.

Ukazatel označuje, kolik korun čistého zisku připadá na jednu korunu tržeb. Obecně lze říci, že čím vyšší je hodnota ukazatele, tím lepší je situace v podniku z hlediska produkce.

$$ROC = \frac{EAT}{TC}, \quad (3.18)$$

kde ROC (*Return on Costs*) je rentabilita nákladů, TC jsou celkové náklady (*Total Cost*).

Ukazatel udává, kolik korun čistého zisku získá podnik vložením 1 Kč celkových nákladů. Čím vyšší je ukazatel, tím lépe jsou zhodnoceny vložené náklady do hospodářského procesu, tím vyšší je procento zisku.

²⁴ Finanční páka - efekt zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu v kapitálové struktuře podniku: je-li úroková míra nižší než výnosnost aktiv, potom použití cizího kapitálu zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu.

Ukazatele kapitálového trhu

U následujících ukazatelů se vychází kromě účetních i z údajů kapitálového trhu. Z toho vyplývají určitá omezení využití, neboť ne každá firma, která vede účetnictví, má právní formu akciové společnosti a její akcie jsou volně obchodovatelné na kapitálových trzích.

$$EPS = \frac{EAT}{\text{počet kusů kmenových akcií}}, \quad (3.19)$$

kde *EPS (Earnings per Share)* je čistý zisk na jednu akcii.

Ukazatel čistého zisku na jednu akcii poskytuje informace o výši zisku určeného k výplatě akcionářům. Jde o zisk připadající na jednu akcii.

$$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{EPS}, \quad (3.20)$$

kde *P/E (Price-Earnings Ratio)* je poměr tržní ceny akcie k čistému zisku na jednu akcii.

Ukazatel lze interpretovat jako počet peněžních prostředků, které jsou investoři ochotni zaplatit za jeden peněžní prostředek vykazovaného zisku na akcii. Čím je ukazatel v čase nebo ve srovnání s jinými akciemi nižší, tím je pravděpodobnější podhodnocení akcie trhem, a tím je pro investora výhodnější k nákupu. Vysoká hodnota ukazatele může znamenat, že investoři očekávají v budoucnosti růst podniku nebo že zisky jsou relativně jisté.

$$PR = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{EPS}, \quad (3.21)$$

kde *PR (Payout Ratio)* je výplatní poměr.

Ukazatel určuje výši zisku, která bude vyplacena akcionářům ve formě dividend. Případné snižování výše dividend, vyvolává u investorů pesimistická očekávání v budoucí vývoj podniku.

Základem posuzování finančně-ekonomické situace firmy pomocí určité soustavy poměrových ukazatelů je srovnávání. Srovnávat se může vůči standardu, v prostoru nebo také v čase.

Srovnání vůči standardu je v podstatě srovnáváním ukazatelů s jejich žádoucími plánovanými hodnotami, které mohou být vyjádřené jako minimální, maximální, průměrné nebo jinými možnostmi.

Pokud se srovnává v prostoru, dochází tak ke komparaci ukazatelů oceňované firmy se stejnými ukazateli jiných firem v určitém časovém období. Základními podmínkami srovnatelnosti jsou: časová srovnatelnost, jejíž podstatou je to, že finanční parametry podniků musí pocházet ze stejného období; oborová srovnatelnost, ze které vyplývá, že důležitou podmínkou je souměřitelný obor podnikání; legislativní srovnatelnost, kde se jedná především o srovnatelnost účetních postupů podniků.

Podstatou srovnávání v čase je dynamické posuzování vývoje ukazatelů v definovaných časových obdobích.

Finanční situace podniku je souhrnným vyjádřením úrovně všech jeho podnikových aktivit, kterými se podnik na trhu prezentuje. Do finanční analýzy se promítá objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a další podnikové činnosti. Finanční situaci je tedy nutno chápat jako komplexní vícekriteriální model skládající se z mnoha dílčích charakteristik a jejich vazeb. Výsledky provedené finanční analýzy podniku jsou určeny pro: vlastníky a akcionáře, kteří využívají finanční informace o podniku z investičního a kontrolního hlediska; manažery, jimž slouží informace z finanční analýzy pro operativní i dlouhodobé řízení podniku; banky a jiné věřitele, kteří výsledky analýzy využívají jako podklad při rozhodování o poskytnutí úvěru; dodavatele, které zajímá, zda bude podnik schopen splatit včas své závazky; zákazníky – odběratele, kteří jsou při své činnosti závislí na dodávkách od sledovaného podniku; stát a jeho orgány, pro zahrnutí výsledků do statistických výkazů a daňovou kontrolu; konkurenci, k porovnání s vlastní situací a výsledky; zaměstnance, které zajímá stabilita podniku do budoucna, a další skupiny.

3.3 SWOT analýza podniku

Významnou analýzou pro hodnocení celkové situace podniku je tzv. SWOT analýza. Matice SWOT je jeden z typických přístupů pro posuzování silných a slabých stránek (vnitřního prostředí podniku) ve srovnání s podmínkami v okolí.

Pomocí SWOT analýzy můžeme podrobit detailnímu rozboru jak firmu, tak i její součásti, které pokládáme za nejvýznamnější (například fungování prodejního týmu, způsob distribuce atd.).

Interní (vnitřní) prostředí představují:

- silné stránky (Strengths),
- slabé stránky (Weaknesses).

Externí (vnější) prostředí představují:

- příležitosti (Opportunities),
- hrozby (Threats).

Komparací vnitřních ekonomických možností podniku a dostupných okolních příležitostí lze stanovit vhodnou strategii k následnému směru vývoje.

Agresivní růstově orientovanou strategii někdy označovanou jako „max-max“ nebo „SO“ (Strengths and Opportunities) může podnik realizovat v případě, pokud jeho silné stránky odpovídají příležitostem, jež nabízí okolí.

Diverzifikační strategii („min-max“ nebo „ST“ – Strengths and Threats) podnik použije, pokud jeho silné stránky ohrožuje situace v okolí. Východiskem je minimalizace ohrožení a maximalizace silných stránek.

Turnaround strategie („max-min“ nebo „OW“ – Opportunities and Weaknesses) je vhodná tehdy, pokud okolí poskytuje dostatek příležitostí, avšak podnik má příliš mnoho slabých stránek. Podnik musí slabé stránky minimalizovat, aby mohl dostupné příležitosti využít.

Obranná strategie („min-min“ nebo „WT“ – Weaknesses and Threats) se doporučuje tehdy, pokud u podniku převažují slabé stránky, a navíc okolní prostředí ohrožuje ekonomický stav podniku. Podnik musí minimalizovat hrozby i své slabé stránky. V krajním případě musí své pozice opustit.

SWOT analýzu je vhodné zpracovat i pro každého z konkurentů firmy, protože na základě SWOT analýzy může management podniku lépe odhadovat reakce konkurence.

Následující obrázek schematicky vyjadřuje matice SWOT analýzy.

Obrázek 3.2 Matice SWOT analýzy

SWOT-analýza		Interní analýza	
		S: Silné stránky	W: Slabé stránky
E x t e r n í a n a l ý z a	O: Příležitosti	<i>S-O-Strategie:</i> Vývoj nových metod, které jsou vhodné pro rozvoj silných stránek společnosti (projektu).	<i>W-O-Strategie:</i> Odstranění slabin pro vznik nových příležitostí.
	T: Hrozby	<i>S-T-Strategie:</i> Použití silných stránek pro zamezení hrozeb.	<i>W-T-Strategie:</i> Vývoj strategií, díky nimž je možné omezit hrozby, ohrožující naše slabé stránky.

Zdroj: http://kisk.phil.muni.cz/wiki/SWOT_anal%C3%BDza.

Pro přehlednost je tabulka SWOT analýzy rozdělená do 4 kvadrantů, do kterých se postupně vypisují všechny podstatné faktory. Důležitým krokem je následně propojení všech čtyř kvadrantů a určení jejich vzájemných vztahů.

4. Ocenění akciové společnosti dle vybraných metod

Tato část diplomové práce je věnována aplikaci dvou metod ocenění podniku, *DCF-Entity* a *EVA-Entity*, a následně finanční a strategické analýze, které byly popsány v teoretické části práce. Začátek kapitoly je určen k provedení analýzy toho, v jakých externích podmínkách trhu společnost podniká, a následně k analýze vnitřních schopností a příležitostí podniku. V této části jsou zařazeny podkapitoly zaměřené na použití konkrétních metod ocenění společnosti s vyhodnocením dosažených výsledků. Závěrečná část kapitoly porovnává použité metody.

Pro potřeby naplnění cílů práce byla zvolena společnost Unipetrol, a.s., jako vhodný subjekt odpovídající požadavkům na uplatnění výše popsaných metod oceňování.

Při psaní této kapitoly byly použity následující prameny: Dluhošová (2010), Mařík a kol. (2011), Sedláčková, Buchta (2006).

4.1 Analýza okolního a vnitřního prostředí společnosti Unipetrol, a.s.

Podkapitola zahrnuje analýzu okolí a analýzu vnitřních zdrojů a schopností, které představují východiska pro syntézu směřující k určení zdrojů konkurenční výhody a vymezení konkurenční pozice podniku jako východiska pro strategii.

Skupina Unipetrol se zabývá zpracováním ropy, petrochemickou výrobou a prodejem svých výrobků v rámci České republiky i středoevropského regionu. Od roku 2005 je v majoritním vlastnictví polského PKN Orlen (63 % podíl firma získala za 12,8 mld. Kč). Skupina provozuje rovněž dopravní služby a financuje vlastní výzkum a vývoj. Divize petrochemie je součástí dceřiné společnosti Unipetrol RPA s aktivy převážně v Litvínově. V Chemopetrolu se vyrábí etylén, propylen, polyetylén, polypropylen, benzen, čpavek, močovina a další komodity. Většina produkce končí u českých zpracovatelů, zbytek se vyváží zejména do Německa, Itálie, Polska a na Slovensko. Rafinérská divize zahrnuje firmy Česká rafinérská, Unipetrol Rafinérie, Benzina a Paramo. Roční kapacita rafinérské divize činí 5,5 miliónů tun, přičemž Unipetrol se netají svým zájmem o případné navýšení svého podílu v České rafinérské (aktuálně 51 %). Benzina vlastní největší síť čerpacích stanic v ČR, jejichž počet přesahuje 338 (zhruba 14 % tržní podíl).

Poslání společnosti Unipetrol zní: „Naším cílem je zajistit dlouhodobý a trvalý růst hodnoty pro naše akcionáře. Chceme toho dosáhnout zaměřením na následující strategické segmenty: zpracování ropy a velkoobchodní prodej rafinérských produktů; petrochemická výroba; maloobchodní prodej motorových paliv, energetická soběstačnost.“

Jak již bylo zmíněno v podkapitole 3.1.1, analýza makrookolí společnosti Unipetrol, a.s., bude provedena uplatněním metody PEST a analýza mikrookolí aplikací Porterova modelu.

Zprvė se zaměříme na analýzu makrookolí společnosti Unipetrol, a.s., která se zabývá faktory působícími na podnik na makroúrovni.

Politicko-právní (Political) faktory: jedním z klíčových faktorů je měnový kurz, který na makroekonomické úrovni ovlivňuje hospodaření Unipetrolu. Ten se při oslabení kurzu dolaru vůči české koruně projeví jako relativně menší zdražení ropy než v dolarovém vyjádření. Mezi faktory významně ovlivňující hospodaření firmy patří také daň z příjmu právnických osob. Tento ukazatel se od ostatních liší tím, že neovlivňuje přímo provozní činnost společnosti, ale pouze její čistý zisk. Snížení daně z příjmu zvyšuje čistý zisk a tedy i hodnotu společnosti. Dalším faktorem je daň z minerálních olejů, která podléhá zákonu č. 353/2003 Sb., o spotřebních daních, a má tak vliv na cenu konečných produktů společnosti Unipetrol, a.s. Faktory majícími také vliv na provoz společnosti mohou být dále například obchodně-politické vztahy České republiky se státy těžícími ropu, právní regulace tržního prostředí a další.

Ekonomicko-hospodářské (Economical) faktory: cena ropy je hlavním faktorem, který ovlivňuje produkci Unipetrolu, respektive výnosy a náklady firmy. Unipetrol využívá dva typy ropy – severomořskou ropu typu Brent (cena k 3. 1. 2012 - 112,27 USD²⁵ za barel²⁶) a

²⁵ Kurzy.cz [online]. 2012 [cit. 2012-01-03]. Dostupné také zde: <http://www.kurzy.cz/komodity/index.asp?A=5&idk=38&od=26.2.2011&do=23.2.2012&curr=CZK>.

²⁶ Barel (bbl) je název jednotky objemu. Jeden barel se rovná 158,987294928 litru.

ruskou ropu typu Ural (cena k 3. 1. 2012 - 106,60 USD²⁷ za barel). V menší míře Unipetrol zpracovává další typy ropy (například ázerbájdžánskou ropu Azeri Light), jejich podíl je však zanedbatelný. Největší podíl při zpracování zaujímá levnější ruská ropa, proto je cenový vývoj právě této komodity pro společnost nejdůležitější. Dalším ovlivňujícím faktorem je rafinérská marže, která představuje rozdíl mezi cenami ropy a výsledným produktem. Při produkci petrochemických výrobků má rostoucí cena ropy negativní vliv na ziskovost Unipetrolu. Zvyšují se samozřejmě náklady na nákup ropy, zároveň klesá rafinérská marže, která má na tržby společnosti nejpodstatnější vliv (ropa tržby ovlivňuje zprostředkovaně, právě prostřednictvím rafinérských marží). Výše rafinérské marže je dána stupněm konkurence na daném trhu. Díky snaze Unipetrolu udržet si své tržní postavení, nemůže společnost veškerý nárůst ceny ropy promítnout do konečných výrobků, a proto bude muset rafinérské marže zřejmě snížit. Dalším faktorem je ekonomický růst země. Petrochemický průmysl patří mezi cyklická odvětví, z čehož vyplývá, že i ekonomický růst měřený ukazatelem HDP výkonnost Unipetrolu výrazně ovlivňuje.

Sociálně-kulturní (Social) faktory: pozitivními faktory, které povedou ke zvýšení spotřeby ropy, a v důsledku toho i ke zvýšení tržeb společnosti Unipetrol, a.s., mohou být především demografický vývoj v České republice a z toho vyplývající růst počtu provozovaných vozidel. Na druhé straně negativní vliv mohou mít poplatky za užívání a degradaci životního prostředí, zvyšující se zájem o alternativní zdroje energie, bezprostřední riziko recese eurozóny, což jako katalyzátor následně vyvolá nejistotu ohledně budoucnosti u hlavních odběratelů společnosti.

Vědecko-technologické (Technological) faktory: faktor obtížné nahraditelnosti ropy hraje nejvýznamnější pozitivní roli. To potvrzuje i fakt, že ropa i ropné výrobky jsou základním palivem pro dopravní prostředky a surovinou pro výrobu plastů. Vyrábějí se z ní i některé léky, hnojiva a pesticidy. Chudší země používají ropné produkty také k výrobě elektřiny. Skoro 95 % veškerých potravin je pěstováno za přispění ropy. Negativním faktorem je nutná neustálá alokace peněžních prostředků především do oblasti vývoje nových

²⁷ Nesteoil.com [online]. 2012 [cit. 2012-01-03]. Dostupný také zde: <http://www.nesteoil.com/default.asp?path=1,41,538,2035,5193>.

bezpečnějších a technologicky dokonalejších způsobů těžby ropy. Drahé ropné plošiny a vrty se samozřejmě projevují ve výši cen ropy, ale nové a modernější přístroje tento jev zčásti redukuje. Další oblasti aktivit ropného průmyslu, jako jsou zpracování a doprava ropy a ropných produktů, také vyžadují vysoký objem investic. Jediným rentabilním prostředkem přepravy ropy po zemi jsou v současnosti ropovody. Samotná investice mnohdy vyžaduje zapojení mezinárodního konsorcia, velkého objemu kapitálu a obsahuje různé typy rizik, především nebezpečí sabotáží, cílených výbuchů a následných ekologických katastrof. Každá taková událost se může projevit v nárůstu ceny ropy nebo konečného produktu (benzinu, nafty).

Stručně lze konstatovat, že mezi klíčové makroekonomické faktory ovlivňující činnost společnosti bude v roce 2012 patřit slabý růst globální ekonomiky, pokračující dluhová krize v eurozóně a cena ropy a ropných derivátů na světových trzích. Poptávka po palivech bude v České republice opět negativně ovlivněna vysokými spotřebními daněmi, celkově slabou dynamikou české ekonomiky a místní poptávky. Povinný obsah biosložek v pohonných hmotách na úrovni roku 2011 provozní výkonnosti rafinérského byznysu také nepomůže. Od 1. 1. 2012 platí pro výrobce a dodavatele biopaliv povinnost dodávat na trh produkty s kritériem udržitelnosti minimálně 35 % (kritériem udržitelnosti biopaliva se rozumí úspora skleníkových plynů vyjádřená v % oproti ekvivalentnímu fosilnímu palivu pro dopravu), která bude dalším významným ovlivňujícím faktorem.

Rozbor mikrookolí společnosti Unipetrol, a.s., který zahrnuje analýzu odvětví s důrazem na konkurenční prostředí, bude provedena uplatněním Porterova modelu tzv. pěti sil. Analýza se provádí metodou zkoumání pěti hlavních charakteristik.

Konkurence uvnitř odvětví: hlavními konkurenty společnosti Unipetrol, a.s., jsou na českém trhu v oblasti ropného průmyslu státní akciová společnost MERO ČR a státní akciová společnost ČEPRO. ČEPRO, a.s., (původně České produktovody a ropovody, a.s.) je státem vlastněná strategická firma, obchoduje a skladuje ropné produkty, disponuje unikátní produktovou sítí po celém území České republiky. Dominantně zabezpečuje skladování a ochraňování strategických zásob paliv pro Správu státních hmotných rezerv. Firma provozuje jednu z největších sítí čerpacích stanic v ČR (EuroOil). MERO ČR, a.s., (MEzinárodní ROpovody) je vlastníkem a provozovatelem české části ropovodu Družba a ropovodu IKL

(Ingolstadt). Firma je jediným dopravcem ropy do České republiky a nejvýznamnější společností zajišťující skladování nouzových strategických zásob ropy. Oba ropovody vstupují do Centrálního tankoviště ropy Nelahozeves, kde společnost vybudovala celkem 16 ropných nádrží s celkovou skladovací kapacitou 1.550.000 m³. V rámci maloobchodního prodeje (provoz čerpacích stanic) zaujímá dceřiná společnost Unipetrolu Benzina, s.r.o., první místo před společnostmi OMV a Shell. Rakouská OMV je jedním z lídrů na místním trhu. OMV Česká republika nepřímo zaměstnává více než 2.000 lidí prostřednictvím své sítě 217 čerpacích stanic. Shell Czech Republic, a.s., je dceřinou společností Shell Transport and Trading Co. Ltd. z Velké Británie a Royal Dutch Petroleum Co. z Nizozemí. Shell je jedna z předních světových ropných a plynářských společností. Dalšími konkurenty v odvětví jsou malí drobní podnikatelé provozující čerpací stanice, tak i velké akciové podniky působící v různých sektorech ropného průmyslu: SGC, AGROFERT HOLDING, a.s., Unicorn čerpací stanice, a.s., a další. Jak je patrné, společnost Unipetrol, a.s., vyvíjí svou činnost v prostředí se silným konkurenčním tlakem, a proto musí nastolit vstřícnou prozákaznický orientovanou politiku, aby zvládla udržet stávající pozici na trhu, případně zvýšit svůj tržní podíl.

Kupní síla zákazníků: vstup ropy je neodmyslitelný u každé živočišné výroby i přepravy a pěstování zemědělské produkce. Bez herbicidů, pesticidů a hnojiv vyráběných z ropy si nelze představit moderní zemědělství a produkci potravin, jak je známe. Proto jsou spotřebiteli ropy, lépe řečeno ropných produktů, ať už přímými nebo nepřímými, prakticky všichni občané a všechny domácnosti. Obavy z prudkého poklesu spotřeby ropy se v nejbližších letech s vysokou mírou pravděpodobnosti, jak předpokládá vedení Unipetrolu, nenaplní.

Stabilnost dodavatelů: společnost Unipetrol, a.s., kupuje, jak již bylo zmíněno výše, především ropu typu Brent a typu Ural. Ropa Brent je označení pro typ ropy zahrnující 15 druhů ropy z nalezišť v Severním moři, skládá se zejména z Brent Crude, Brent Sweet Light Oil, Oseberg a Forties. Ropa typu Brent pochází z Evropy, Afriky a Středního východu. Dodavatelem ropy typu Ural je Rusko. Dopravuje se ropovodem Družba, který začíná v Rusku. Poté pokračuje západním směrem až do běloruského města Mozyr, kde se rozdvouje na severní větev (vedoucí do Polska a Německa) a na jižní (spojující Ukrajinu, Maďarsko, Slovensko a Českou republiku). Vliv na vývoj ceny ropy typu Brent má situace v arabských zemích. Cenu ropy táhlo letos vzhůru hlavně napětí mezi Íránem a Západem, ale

také slabé dodávky ze Severního moře a přerušení těžby v jižním Súdánu, Sýrii a Jemenu. Navíc bylo uloženo embargo na nákup ropy z Íránu. Cenu ropy typu Ural ovlivňuje v první řadě vztahy Ruska s Běloruskem a Ukrajinou, které jsou v poslední době nestabilní. Bělorusko s Ukrajinou se snaží uvalit na tento typ ropy procházející jejich zeměmi jakousi dodatečnou daň jako poplatek za přítomnost ropovodu na jejich územích. To se v konečném důsledku projevuje ve zdražení ceny komodity pro finálního odběratele, v našem případě společnost Unipetrol, a.s.

Hrozba objevení substitutů: hlavní hrozbu pro společnost Unipetrol, a.s., v tomto ohledu představují alternativní zdroje energie, jejich vývoj, plošné využívání a zapojení do každodenního života. V podmínkách České republiky se využívají obnovitelné zdroje, jimiž jsou voda, vítr, slunce a biomasa.

- Voda: vodní elektrárny jsou v současnosti dominantním zdrojem energie z obnovitelných zdrojů v České republice. Hlavním provozovatelem je Skupina ČEZ²⁸. Ta v současnosti provozuje široké spektrum různých typů vodních elektráren – od přečerpávacích přes velké s výkonem přes 10 MW²⁹ až po malé vodní elektrárny s výkonem do 10 MW. Jejich výroba pokrývá zvýšenou spotřebu elektřiny v určitých obdobích dne, protože je lze snadno spouštět podle aktuální potřeby.
- Biomasa: jde o organickou hmotu vzniklou prostřednictvím fotosyntézy, která je spalována v klasických tepelných elektrárnách spolu s uhlím. Díky spoluspalování biomasy dochází k úsporám nenahraditelného fosilního paliva. Biomasa je v podmínkách České republiky velmi perspektivním obnovitelným zdrojem energie, protože ji lze využívat ve všech moderních tepelných elektrárnách.
- Vítr: Česká republika nemá pro využití energie z větru tak příznivé podmínky jako ostatní evropské státy. Z toho důvodu se i na výrobě „ekologické elektřiny“ podílejí větrné elektrárny zatím jen malou částí.

²⁸ ČEZ, a. s., (zkratka ze slov České Energetické Závody) je dominantní výrobce elektřiny v Česku. Společnost ČEZ vznikla v roce 1992 přeměnou státního podniku České energetické závody.

²⁹ MW – Megawatt.

- Slunce: první sluneční elektrárna o výkonu 10 kW³⁰ byla na území České republiky uvedena do provozu v roce 1998. Od roku 2000 zaváděl stát nástroje na podporu fotovoltaiky, a to jak podporou demonstračních projektů, tak podporou vývoje a výzkumu. Koncem roku 2010 se Česká republika stala třetím největším provozovatelem fotovoltaických elektráren na světě.

Mezi obnovitelné zdroje se obecně dále řadí také geotermální energie, energie přílivu nebo vlnobití, skládkový plyn, bioplyn, energie vzduchu a půdy.

Noví konkurenti na trhu: vláda České republiky má v plánech provést změny v ropném byznysu, které mají nejen transformovat státní firmu ČEPRO, a.s., ale fakticky přeskupit celé odvětví rafinerií, obchodu s ropnými produkty a jejich skladování i přepravy. ČEPRO, a.s., by si mohlo vyměnit akciové podíly s některou z rafinerských společností nebo si vyměnit majetek. O majetek společnosti ČEPRO či partnerství s ní má zájem i slovenský Slovnaft. Pokud by se ČEPRO, a.s., spojilo například se Slovnaftem, vznikla by nová jednička v ropném byznysu na českém trhu. Kdyby se stát rozhodl prodávat společnost ČEPRO, a.s., nebo některé části firmy, zájem by projeвили další zahraniční zájemci, například rakouská OMV nebo ruský Gazprom. Pro společnost Unipetrol, a.s., by to v nejhorším možném scénáři mohlo znamenat ztrátu tržního podílu v ropném průmyslu na území České republiky.

Analýza interního prostředí směřuje k identifikaci strategické způsobilosti, kterou podnik musí mít, aby byl schopen reagovat na hrozby a příležitosti vznikající nepřetržitě v jeho okolí, a soustřeďuje se na rozbor následujících podnikových zdrojů:

- a) hmotné zdroje - Unipetrol, a.s., vlastní jako nevýrobní společnost většinu pozemků ve výrobních areálech ležících v katastrálním území Kralupy nad Vltavou a katastrálním území Litvínov. Podstatná část těchto pozemků je situována pod výrobními zařízeními dceřiných společností. Unipetrol, a.s., je rovněž vlastníkem několika pozemků ležících mimo tyto výrobní areály, z nichž část využívají dceřiné společnosti pro svoji činnost.

³⁰ kW – Kilowatt.

Jde například o skládky, cesty, umístění produktovodů a podobně. Celková výměra pozemků ve vlastnictví společnosti Unipetrol, a.s., v katastrálním území Kralupy nad Vltavou činí cca 2,431 milionů m² a v katastrálním území Litvínov cca 8,866 milionů m². Unipetrol nevlastní na těchto pozemcích žádné budovy nebo zařízení, nemá k dispozici žádná vlastní ropná pole nebo těžiště zemního plynu. Budovy, zařízení a stroje na pozemcích firmy vlastní a provozují převážně dceřiné společnosti Unipetrolu působící v průmyslových areálech na jeho pozemcích,

- b) nehmotné zdroje - výzkum a vývoj je v případě Unipetrolu soustředěn do tří základních oblastí, jimiž jsou plasty, petrochemie a rafinérie. Výzkum v oblasti plastů zajišťuje pro Unipetrol firma Polymer Institute Brno, spol. s r.o., petrochemický a rafinérský výzkum zajišťuje Výzkumný ústav anorganické chemie, a.s., v Ústí nad Labem. Kromě uvedených institucí spolupracuje Unipetrol velmi úzce také s vysokými školami, zejména pak s Vysokou školou chemicko-technologickou v Praze. Výsledky výzkumu a vývoje jsou uplatňovány v rámci technické podpory výroby, tvorby jednotlivých strategií nebo přímo pro zavedení nových produktů do výrobního portfolia. Unipetrol v současnosti provozuje v areálu Chempark Záluží nové výzkumné a vzdělávací centrum. Celkové náklady projektu představují zhruba 800 milionů Kč,
- c) lidské zdroje – společnost Unipetrol, a.s., vytváří v České republice v současné době přes 4.000 pracovních míst, což ji řadí mezi největší tuzemské zaměstnavatele,
- d) finanční zdroje – základní kapitál mateřské společnosti činí 18.133.476 tisíc Kč. To představuje 181.334.764 ks kmenových akcií, každá v nominální hodnotě 100 Kč. Všechny vydané akcie byly řádně splaceny a jejich držitelé mají stejná hlasovací práva. Společnost Unipetrol vydala v roce 1998 dluhopisy v objemu 2 miliard korun splatné k 28. 12. 2013. Firma nemá žádné dlouhodobé úvěry. Provozní financování je zajišťováno převážně z úrovně mateřské společnosti Unipetrol, a to z volných peněžních zdrojů, popřípadě z provozních úvěrů poskytnutých renomovanými bankami. Díky centralizovanému modelu provozního financování se daří významným způsobem zlepšovat jak finanční, tak nefinanční podmínky, za nichž je společností skupiny poskytováno provozní financování. Díky zavedení systému reálného cash

poolingu³¹ se výrazně zvýšila efektivita provozního financování a bylo dosaženo významných finančních úspor. V rámci provozního financování měla společnost Unipetrol poskytnuté bankovní záruky na veškeré závazky společnosti ve výši 812 milionů Kč.

Dále provedeme analýzu vývoje tržeb společnosti s odhadem pro další 5 období.

Vývoj tržeb je v případě společnosti Unipetrol, a.s., z velké části závislý na faktorech popsaných výše. Zejména ropa, jakožto vstupní surovina, determinuje vývoj tržeb největší mírou. Vliv na tržby má také údržba technického vybavení, které zapříčiňuje pokles produkce kvůli nutnosti odstavení tohoto zařízení. To samozřejmě zároveň zvyšuje náklady. V neposlední řadě má na tržby Unipetrolu vliv poptávka po produktech daná ekonomickou situací v zemi a úspěšností společnosti v konkurenčním boji. Aktivitu Unipetrolu lze rozdělit do 3 hlavních segmentů: rafinérie, petrochemická výroba a maloobchod.

Níže uvedená tabulka obsahuje údaje o vývoji jak celkových tržeb společnosti Unipetrol, a.s., tak o vývoji tržeb hlavních dceřiných společností skupiny za období let 2005-2011.

Tabulka 4.1 Trendy v celkových tržbách a tržbách hlavních dceřiných společností Unipetrolu, z prodeje vlastních výrobků a služeb (v tis. Kč)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
UNIPETROL RPA, s.r.o.	-	-	72.900.287	82.446.314	55.614.494	78.640.994	91.768.413
BENZINA, s.r.o.	6.298.500	7.810.452	9.013.559	9.970.807	7.439.310	8.624.493	9.892.207
ČESKÁ	9.292.780	9.255.568	9.366.617	10.417.440	9.075.668	9.731.963	9.051.131

³¹ Cash pooling je metoda optimalizace vedení podnikových účtů, kterou dochází na denní bázi ke konsolidaci zůstatků na podnikových účtech. Tedy všechny zůstatky, ať už kladné či záporné, se převádějí na jeden, tak zvaný master účet, a teprve z něho se kalkulují úroky.

RAFINÉRSKÁ, a.s.							
PARAMO, a.s.	11.073.141	11.814.830	11.085.250	12.386.449	8.958.061	11.417.414	11.816.243
Celkové tržby společnosti	80.946.337	94.642.132	88.462.174	98.143.951	67.386.500	85.966.537	97.427.586
Meziroční procentní změny celkových tržeb společnosti	-	16,92 %	- 6,53 %	10,94 %	- 31,34 %	27,57 %	13,33 %

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Tržby skupiny Unipetrol reflektují hlavní skutečnosti, jakými jsou zejména vývoj cen ropy na světových trzích jako základní suroviny pro celou skupinu, promítající se do konečné ceny produktů a tím i tržeb, dále pak poptávka po některých produktech, např. motorové naftě, polyolefinů apod. a také zvyšování efektivity některých výrobních zařízení. Určitý negativní dopad na tržby roku 2006 byl způsoben odstávkou některých výrobních zařízení, např. odstávka hydrokrakovací jednotky v březnu, hydrokrakovací a etylenové jednotky v říjnu či jednotka fluidního katalytického krakování v prosinci roku 2006. V roce 2007 vytvořila skupina Unipetrol tržby v celkové výši 88,462 miliard korun. Ve srovnání s rokem 2006 představuje tento výsledek snížení o 6,5 %. Dobré výsledky první poloviny roku 2007 příznivě ovlivnily petrochemické a rafinérské marže a vyšší objem prodeje a marže u jiných produktů než pohonných hmot v maloobchodu. Druhou polovinu roku (a hlavně 4. čtvrtletí) negativně ovlivnily nízké petrochemické a rafinérské marže a celková odstávka hlavních výrobních zařízení Unipetrolu a následné poruchy v jednotce parciální oxidace (POX) a v etylenové jednotce. V roce 2008 vytvořila skupina Unipetrol tržby v celkové výši 98,144 miliard korun. Výsledky první poloviny roku 2008 byly příznivě ovlivněny vyššími cenami ropy a rafinérskými maržemi i větším objemem prodeje a vyššími maržemi v segmentu maloobchod. Proti tomuto pozitivnímu vlivu působily klesající petrochemické marže, s největším dopadem v červnu 2008. Druhou polovinu roku (a hlavně čtvrté čtvrtletí) negativně ovlivnila makroekonomická situace spolu s klesajícími petrochemickými maržemi a rozdílem cen ropy Brent a Ural. Nejvýznamnějším faktorem ovlivňujícím finanční situaci

skupiny byly klesající ceny ropy, které se od ledna do prosince roku 2008 snížily z 92 USD/bbl na 40 USD/bbl. V roce 2009 vykázala skupina Unipetrol tržby v celkové výši 67,387 miliard korun. Ve srovnání s rokem 2008 dosáhl rafinérský segment nižších tržeb. Výsledky byly v roce 2009 nepříznivě ovlivněny nižšími rafinérskými maržemi, poklesem cen ropy pod úroveň roku 2008 a mimořádně nízkým rozpětím cen ropy typu Brent a Ural (0,81 dolaru na barel v roce 2009 oproti 2,95 dolaru na barel v roce 2008). Další nepříznivý dopad byl důsledkem slabší poptávky a následných nižších prodejů rafinérských produktů. V roce 2010 dosáhla společnost vyšších tržeb oproti předchozímu roku díky příznivému vývoje rafinérských a petrochemických marží a nárůstem rozpětí cen ropy typu Brent a Ural (1,40 USD na barel v roce 2010 oproti 0,81 USD na barel v roce 2009). V roce 2011 byly výsledky skupiny Unipetrol ovlivněny přetrvávající nepříznivou situací vnějšího ekonomického prostředí, sníženou poptávkou po motorových palivech a dalších rafinérských produktech, jednorázovým zaúčtováním snížení hodnoty fixních aktiv dceřiné společnosti Paramo, a.s., v hodnotě přibližně 1,2 miliardy korun a výpadkem produkce způsobeným pravidelnou odstávkou v Chemparku Záluží, což v podstatě nezabránilo meziročnímu růstu tržeb společnosti.

Dále se zaměříme na odhad vývoje celkových tržeb Unipetrolu do budoucna. Propočet odhadu změny tržeb provedeme pomocí následujícího vzorce:

$$\Delta T = \Delta Trhu + \Delta Podilu + \Delta Trhu \cdot \Delta Podilu, \quad (4.1)$$

kde ΔT je procentní změna celkových tržeb společnosti, $\Delta Trhu$ je procentní změna tržeb příslušného trhu, $\Delta Podilu$ je procentní změna tržního podílu oceňované společnosti.

Níže uvedená tabulka zachycuje výsledky provedených propočetů vstupních parametrů potřebných pro kvalitní odhad procentního vývoje změn tržeb společnosti Unipetrol, a.s., do budoucna dle Vzorce 4.1.

Tabulka 4.2 Vypočtené vstupní parametry

Rok/Tržby společnosti	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Unipetrol,	80.946.337	94.642.132	88.462.174	98.143.951	67.386.500	85.966.537	97.427.586

a.s. (v tis. Kč)							
ČEPRO, a.s. (v tis. Kč)	28.826.520	36.217.655	49.574.744	63.455.920	46.932.958	53.082.518	52.000.000
MERO ČR (v tis. Kč)	1.815.210	1.839.213	1.769.220	1.973.126	1.886.310	2.011.171	2.314.060
Tržby odvětví ³² (v tis. Kč)	111.588.067	132.699.000	139.806.138	163.572.997	116.205.768	141.060.226	151.741.646
Procentní změna tržeb odvětví	-	18,92 %	5,36 %	17,00 %	- 28,96 %	21,39 %	7,57 %
Vývoj tržního podílu	72,54 %	71,32 %	63,27 %	60,00 %	57,99 %	60,94 %	64,21 %
Procentní změna tržního podílu	-	- 1,68 %	- 11,28 %	- 5,18 %	- 3,35 %	5,09 %	5,35 %

Zdroj: vlastní výpočty.

Z dosažených výsledků je vidět, že ztráta tržního podílu společnosti Unipetrol, a.s., na celkových tržbách ropného průmyslu v ČR během období let 2005-2009, naneštěstí nebyla kompenzována růstem tržeb v tomto období, situaci navíc zhoršoval propad tržeb společnosti v roce 2009 až o - 31,34 %. Na druhé straně v roce 2010 se situace zlepšila, čemuž v nemalé míře měl pomoci meziroční růst tržeb společnosti o 27,57 %, a aktivní expanzivní politika v sektoru maloobchodu cestou zvyšování počtu čerpacích stanic provozovaných dceřinou společností Benzina, s.r.o. V roce 2011 činil tržní podíl společnosti Unipetrol, a.s., na celkových tržbách odvětví ropného průmyslu 64,21 %, což představovalo meziroční nárůst podílu o 5,35 %.

³² Jak bylo zmíněno v podkapitole 4.1, hlavními konkurenty společnosti Unipetrol, a.s., jsou ČEPRO, a.s., a MERO ČR, proto za tržby odvětví ropného průmyslu v ČR budeme považovat sumu tržeb těchto tří společností.

Provedené výpočty odhadu vývoje celkových tržeb společnosti Unipetrol, a.s., do budoucna zachycuje následující tabulka.

Tabulka 4.3 Predikovaný vývoj celkových tržeb společnosti Unipetrol, a.s., v letech 2012 až 2016

Rok/Tržby společnosti	2012	2013	2014	2015	2016
Vývoj tržeb společnosti (v tis. Kč)	102.921.364	108.752.470	114.804.170	121.296.557	128.264.061
Meziroční procentní změny tržeb společnosti	5,64 %	5,67 %	5,56 %	5,66 %	5,74 %

Zdroj: vlastní výpočty.

Tabulka 4.3 zachycuje předpokládaný vývoj celkových tržeb společnosti Unipetrol, a.s., v letech 2012-2016, který naznačuje mírný meziroční procentní růst tržeb ve sledovaném období.

Výnosy i náklady společnosti Unipetrol, a.s. jsou ovlivněny cenou ropy, přičemž se předpokládá, že cena ropy bude v roce 2012 zhruba na stejné úrovni jako v roce 2011, přičemž pro rok 2013 a roky následující je odhadován mírný nárůst podobný globálnímu hospodářskému růstu. V segmentu rafinerie se v první polovině roku 2012 očekávají nízké marže a mírný pokles prodejů s možným zlepšením ve druhé polovině roku. Petrochemické marže z olefinů a polyolefinů v průběhu roku 2011 výrazně poklesly, což bylo dáno nadbytečnou kapacitou v Evropě. V segmentu petrochemie se očekávají v první polovině roku 2012 pokračující nízké marže a mírný pokles prodejů. V segmentu maloobchodu se očekává zhoršení, což je způsobeno zejména pokračující cenovou nevýhodností českých prodejců ve srovnání se sousedními zeměmi (obzvláště s Rakouskem a Polskem).

Společnost Unipetrol, a.s., pečlivě sleduje trh, své partnery i konkurenty a vyhledává nové oblasti rozvoje hlavního oboru vlastní podnikatelské činnosti. Hlavním strategickým cílem Unipetrolu v roce 2012 zůstává zlepšování a další zefektivňování provozu společnosti s cílem připravit ji na další dynamický růst. Petrochemická výroba je považována za klíčovou a

pro Unipetrol velmi důležitou oblast činnosti, a tudíž bude dále rozvíjena se záměrem posílit tvorbu další hodnoty. Toho by mělo být dosaženo optimalizací odbytu polyolefinů, zvýšením míry využití polypropylénových jednotek a průběžnou optimalizací a integrací výroby olefinů s rafinérskými aktivitami. Zároveň jsou pečlivému zkoumání podrobeny jednotky skupiny provozující zastaralé technologie, popřípadě provozované na nízké úrovni. V roce 2012 budou pokračovat opatření vedoucí k posílení efektivity, jako jsou například optimalizace výrobního majetku nebo uzavření, respektive odprodání, nevykonných jednotek. V oblasti rafinérií bude v roce 2012 pokračovat zlepšování efektivity procesů s cílem posílit řízení nákladů a zvýšit marže. Záměrem podniku je zlepšit postavení v oblasti výroby a prodeje motorové nafty, využít potenciál trhu, a také zlepšit integraci rafinérské výroby s případnou intenzifikací petrochemie. V oblasti maloobchodní distribuce pohonných hmot se snahy Unipetrolu i nadále budou v roce 2012 soustřeďovat na udržení nejsilnější tržní pozice, průběžné budování základů budoucího růstu s cílem zvýšit tržní podíl na 20 %. V roce 2012 bude pokračovat testování pilotního projektu rebrandingu některých čerpacích stanic v České republice na úspornou značku STAR a prémiovou značku ORLEN s cílem prozkoumat synergické efekty sjednocení značek v rámci skupiny. Během roku 2012 bude na základě definitivních strategických rozhodnutí pokračovat analýza strategických možností z hlediska logistických aktiv. Unipetrol pečlivě sleduje logistické prostředky v regionu, aby mohl reagovat na změny a vývoj situace. Vedení firmy považuje oblast energetiky za významný pilíř rozvoje a růstu. V roce 2012 se činnost v této oblasti zaměří na zabezpečení dodávek paliv do provozovaných energetických zdrojů a na provozní efektivitu v rámci skupiny v reakci na budoucí podmínky energetického trhu. Unipetrol si chce ve svém portfoliu ponechat činnosti v oblasti výzkumu a vývoje, které podporují jeho rozvoj v oblasti rafinérií a petrochemie. V roce 2012 bude především pokračovat budování nového průmyslově-chemického výzkumně vzdělávacího střediska v prostorách Unipetrol RPA. Toto středisko nazvané UniCRE propojí výzkumné kapacity se špičkovými vzdělávacími aktivitami a průmyslovými aplikacemi. Ekonomické přínosy a konkurenceschopnost dosažené s jeho pomocí budou využity v rámci celé skupiny.

4.2 Analýza finanční situace společnosti Unipetrol, a.s.

Po důkladné analýze tržního, lidského a technického potenciálu podniku v předchozí části práce se v této podkapitole budeme zabývat jeho finanční stránkou. Zaměříme se na základní přehled a specifiku finanční analýzy pro účely ocenění.

Analýza finančního zdraví společnosti Unipetrol, a.s., je provedena uplatněním skupiny poměrových ukazatelů, jejichž výpočet je popsán v podkapitole 3.2. Vývoj ukazatelů v příslušných letech, zachycuje níže uvedená tabulka.

Tabulka 4.4 Vývoj poměrových ukazatelů v rocích 2009-2011

Rok/ukazatel	2009	2010	2011
Ukazatele zadluženosti a finanční stability			
<i>Equity Ratio</i>	65,02 %	63,12 %	57,46 %
<i>Celková zadluženost</i>	34,98 %	36,88 %	42,54 %
<i>Úrokové krytí</i>	- 191,47 %	588,18 %	- 1796,19 %
<i>Úrokové zatížení</i>	- 52,23 %	17,00 %	- 5,57 %
Ukazatele likvidity			
<i>Celková likvidita</i>	1,25	1,37	1,25
<i>Pohotová likvidita</i>	0,72	0,81	0,67
<i>Okamžitá likvidita</i>	0,10	0,29	0,14
Ukazatele aktivity			
<i>Obrátka celkových aktiv (počet obrátů/rok)</i>	1,15	1,39	1,70
<i>Doba obratu aktiv (dny)</i>	311	257	211
<i>Doba obratu zásob (dny)</i>	45	42	42
<i>Doba obratu pohledávek (dny)</i>	51	40	39
<i>Doba obratu závazků (dny)</i>	108	94	89
<i>Ukazatel doby samoreprodukce (roky)</i>	15	8	- 11
Ukazatele rentability			
<i>ROA</i>	- 1,12 %	2,73 %	- 9,39 %
<i>ROE</i>	- 2,23 %	2,41 %	- 18,00 %
<i>ROCE</i>	- 1,55 %	3,89 %	- 14,55 %
<i>ROS (v Kč)</i>	- 0,01254	0,01090	- 0,06070
<i>ROC (v Kč)</i>	- 0,01199	0,01092	- 0,05656

Ukazatele kapitálového trhu			
<i>EPS (v Kč)</i>	- 4,66	5,17	- 32,61
<i>P/E (v Kč)</i>	- 30,4	37,94	- 5,21
<i>PR (v Kč)</i>	0	0	0

Zdroj: vlastní výpočty.

Z výsledků uvedených v Tabulce 4.4 lze vyvodit řadu významných tendencí, popsaných níže.

Skupina ukazatelů zadluženosti a finanční stability je specifikována ukazateli *celkové zadluženosti*, *úrokového krytí*, *úrokového zatížení* a ukazatelem *Equity Ratio*. Vypočtené hodnoty ukazatele *celkové zadluženosti* během sledovaného období let 2009-2011 měly příznivý vývoj, což svědčí o racionální úvěrové politice společnosti. Jak již bylo zmíněno výše, společnost nemá v současné době žádné dlouhodobé úvěry a provozní financování je zajišťováno převážně z úrovně mateřské společnosti Unipetrol, popřípadě z provozních úvěrů poskytnutých pouze renomovanými bankami. Hodnoty ukazatelů úrokového krytí a úrokového zatížení nemají v letech 2009 a 2011 významnou relevanci, protože podnik dosáhl za účetní období příslušných let čisté ztráty. Neúměrně vysoká hodnota ukazatele *úrokového krytí* v roce 2010 vypovídá o nízké zadluženosti podniku a o značné výši výsledku hospodaření dosažené v tomto roce. Hodnotu ukazatele lze interpretovat následovně: provozní výsledek hospodaření společnosti za příslušné účetní období pokrývá úroky placené podnikem zhruba 6 krát. Ukazatel *úrokového zatížení* vykazoval v roce 2010 příznivý vývoj a dosáhl hodnoty 17 %, což říká, že výdaje na zaplacení úroků z poskytnutých úvěrů odčerpaly v tomto roce skoro pětinu provozního výsledku hospodaření společnosti. Ukazatel finanční stability *Equity Ratio* během období let 2009-2011 postupně mírně ztrácel hodnotu, což může signalizovat o špatné nastolení obchodní a finanční politiky ze strany vedení podniku.

Ukazatele likvidity v příslušných letech dosahovaly hodnot odpovídajících doporučením pro jejich výši, což znamená, že podnik neměl v průběhu těchto let problémy s likviditou ani s její účinným využitím.

Skupina ukazatelů aktivity zahrnuje tyto oblasti: *ukazatel rychlosti obratu celkových aktiv (obrátky celkových aktiv)*, *ukazatele doby obratu* a *ukazatel doby samoreprodukce*. Rostoucí meziroční vývoj hodnot ukazatele *rychlosti obratu celkových aktiv* svědčí o dobré hospodářské činnosti skupiny Unipetrol, a.s. Výsledky ukazatele například z roku 2011 lze ve stručnosti objasnit následovně: celková aktiva se během daného hospodářského roku proměnila v peněžní prostředky skoro 2 krát. Ukazatele doby obratu zásob, pohledávek, celkových aktiv a závazků mají příznivý, mírně klesající vývoj, což svědčí o dobré provozní činnosti podniku a o vysoce kvalitní struktuře jak dodavatelů, tak i odběratelů hlavních produktů společnosti. *Ukazatel doby samoreprodukce* nabývá extrémní hodnoty v roce 2011, která neumožňuje relevantní hodnocení. Důvodem je dosažení čisté ztráty společnosti Unipetrol, a.s., v tomto roce. Ale údaje z roku 2009, respektive 2010, lze vysvětlit takto: výše vlastního kapitálu společnosti mohla být obnovena z peněžních prostředků vyprodukovaných podnikem v příslušném roce za 15 let, v případě roku 2009, nebo za 8 let, v případě roku 2010.

Hodnoty ukazatelů rentability z důvodu ztrátovosti podniku v rocích 2009 a 2011 nemají relevanci. Nižší hodnota ukazatele *rentability vlastního kapitálu* v roce 2010 než hodnota ukazatele *rentability aktiv* ve stejném roce měla negativní vliv na vývoj finanční páky. Ukazatel *rentability tržeb* dosáhl v roce 2010 výše 0,01090, což znamená, že na jednu korunu tržeb připadá 0,01090 koruna, respektive 1 haléř čistého zisku dosaženého podnikem v příslušném roce. Ukazatel *rentability nákladů*, dosaženou výší 0,01092 v roce 2010, říká, že 1 haléř čistého zisku získá podnik vložením 1 Kč celkových nákladů.

Poslední skupinou ukazatelů jsou parametry týkající se kapitálového trhu, které kvůli dosažené čisté ztrátě společnosti v letech 2009 a 2011 nejsou pro naši oblast zkoumání užitečné. Význam mají hodnoty ukazatelů jen za rok 2010. Ukazatel čistého zisku na jednu akcii poskytuje informace, že v tomto roce náleželo akcionářům 5,17 Kč na jednu akcii z čistého zisku vytvořeného společností. Ukazatel *P/E* nabýval vysokých hodnot, což svědčí o očekáváních vyššího zisku oproti předchozímu roku ze strany akcionářů. Ukazatel *PR* nabýval v příslušných letech nulových hodnot, protože společnost nevyplácela dividendy.

4.3 Analýza silných a slabých stránek společnosti

Analýzu silných a slabých stránek společnosti Unipetrol, a.s., jakož i analýzu příležitostí a ohrožení provedeme aplikací SWOT analýzy. Její použití je vedeno snahou rozvíjet silné stránky, potlačovat slabé a současně být připraven na potenciální příležitosti a hrozby. Provedenou SWOT analýzu zachycuje níže uvedená tabulka.

Tabulka 4.5 SWOT analýza společnosti Unipetrol, a.s.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none">• Oligopolní struktura ve většině rafinérských či petrochemických produktů• Benzina, s.r.o., je jasným lídrem v oblasti prémiových paliv na českém trhu• Nízká zadluženost společnosti a nízké riziko věřitelů• Vysoký objem nahromaděných zadržených zisků• Efektivní řízení nákladů díky restrukturalizaci• Vysoké investice do výzkumu a vývoje• Vysoký podíl vlastního kapitálu• Silné finanční zázemí• Nízké hodnoty ukazatelů likvidity• Účinná strategie řízení zásob a pohledávek	<ul style="list-style-type: none">• Většina surové ropy putuje přes ropovod Družba, což v případě výpadku může způsobit problémy• Přílišná složitost holdingu a nízká transparentnost• Politika nevyplácení dividendy• Časté poruchy a odstávky v rafinériích České rafinérské• Pokles ziskovosti kvůli zhoršení ekonomického prostředí především v západní Evropě• Vliv vývoje směnných kurzů, který může negativně ovlivnit finanční výsledek skupiny• Nulová efektivnost vloženého kapitálu kvůli dosažené ztrátě v letech 2009 a 2011• Nulová výnosnost vlastních zdrojů v letech 2009 a 2011• Neefektivnost zapojení dlouhodobého cizího kapitálu v letech 2009 a 2011

Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> • Akvizice se společnostmi ČEPRO, a.s., a OMV • Restrukturalizace a zefektivnění holdingu po převzetí polskou firmou PKN Orlen • Nízký podíl dluhu na vlastním kapitálu otevírá prostor pro financování potenciálních akvizic zapojením cizích zdrojů • Snižování fixních výdajů 	<ul style="list-style-type: none"> • Další zvýšení podílu biosložky jako příměsi do pohonných hmot • Delší než plánované odstávky rafinerií či ekologická nehoda • Pokračující nadbytek kapacit v segmentu rafinerií v Evropě • Pokračující nízké marže a mírný pokles prodejů v segmentu rafinerie a petrochemie • Pokles komoditních a rafinérských marží • Žaloby a neprůhledné pozadí privatizace • Slabší celkový prodej v čerpacích stanicích společnosti Benzina, s.r.o. • Nepříznivý vývoj měnového rizika • Očekávaná dvojnásobná ztráta za rok 2012 oproti předchozímu roku • Vysoké úrokové zatížení

Zdroj: vlastní zpracování.

Vzhledem k oboru podnikání společnosti Unipetrol, a.s., je ekonomický růst významným faktorem, který ovlivňuje její hospodaření. V období vysokého ekonomického růstu poptávka po petrochemických produktech roste, naopak v období poklesu ekonomiky klesá. V České republice, která je hlavním trhem pro odbyt výrobků skupiny, se v následujících letech předpokládá růst ekonomiky, což bude mít bez pochyby pozitivní vliv na výsledky hospodaření společnosti Unipetrol, a.s.

Druhým rizikovým faktorem by mohlo být přerušení dodávek ropy, kterou Unipetrol potřebuje pro další zpracování. Z tohoto pohledu je pro firmu pozitivní to, že ropu importuje ze dvou zdrojů – využívá severomořskou ropu Brent i ruskou ropu typu Ural. Kromě toho má Unipetrol určité zásoby, které by mohl při přerušení dodávek v případě potřeby využít.

Krátkodobý výpadek by proto nemusel Unipetrol ohrozit, dlouhodobý výpadek se považuje s ohledem na celkový ekonomicko-politický kontext za nepravděpodobný.

Skupina Unipetrol je vystavena taky kreditnímu riziku zejména z titulu pohledávek z obchodních vztahů. Částky vykázané ve Výkazu o finanční pozici jsou sníženy o ztráty ze snížení hodnoty stanovené vedením skupiny na základě předchozích zkušeností a hodnocení úvěrové bonity každého klienta. Skupina nemá významnou koncentraci úvěrového rizika, její angažovanost je rozprostřena na velký počet protistran a odběratelů. Úvěrové riziko představuje riziko, že protistrana poruší smluvní závazky, což bude mít za následek finanční ztrátu. Skupina proto uplatňuje strategii obchodování pouze s úvěruschopnými stranami a tam, kde je to vhodné, si zajišťuje dostatečnou záruku za účelem snížení rizika finanční ztráty z porušení smlouvy. Informace o úvěruschopnosti dodávají nezávislé renomované ratingové agentury, a pokud nejsou dostupné, používá Unipetrol k hodnocení svých hlavních klientů jiné veřejně dostupné informace a vlastní obchodní záznamy. Vystavení riziku a úvěrové hodnocení protistran jsou neustále monitorovány a celková hodnota obchodních transakcí se rozdělí mezi schválené protistrany. Vystavení riziku se reguluje pomocí limitů protistran, které prověřuje a schvaluje pouze nejvyšší vedení. Před akceptací nového zákazníka skupina používá vlastní nebo externí kreditní hodnotící systém ke zhodnocení potencionální kreditní kvality a definuje kreditní limity pro zákazníka. Pohledávky z obchodních vztahů zahrnují velký počet zákazníků z různých oborů a lokalit. Průběžně se provádí hodnocení úvěrové bonity dlužníků, a pokud je třeba, je uzavřeno pojištění úvěrového rizika nebo je získáno odpovídající zajištění dluhu. Skupina není vystavena významnému riziku od protistran či skupin protistran s podobnou charakteristikou. Skupina definuje protistrany jako protistrany s podobnou charakteristikou, pokud se jedná o spřízněné osoby. Úvěrové riziko týkající se likvidních aktiv a derivátových finančních nástrojů je omezeno, neboť protistrany jsou banky s vysokým úvěrovým ratingem mezinárodních ratingových agentur.

Za řízení rizika likvidity nese konečnou odpovědnost představenstvo společnosti Unipetrol, a.s., které má vypracovaný vhodný rámec pro řízení krátkodobých, střednědobých a dlouhodobých požadavků na financování a řízení likvidity. Skupina řídí riziko likvidity udržováním přiměřených finančních prostředků, bankovních prostředků a rezervních úvěrových prostředků za průběžného sledování očekávaných a současných peněžních toků a párováním profilů splatnosti finančních aktiv a závazků.

Měnové riziko pro Unipetrol představuje riziko zejména z titulu závazků a pohledávek z obchodních vztahů denominovaných v cizích měnách a z titulu úvěrů a jiných zdrojů financování denominovaných v cizích měnách. Měnové riziko z titulu závazků a pohledávek z obchodních vztahů je do značné míry kryto přirozeným zajišťovacím vztahem mezi závazky a pohledávkami v téže měně. Zajišťovací nástroje (forwardy, měnové swapy) jsou také používány na pokrytí významných měnových rizik z titulu obchodních závazků a pohledávek, které nejsou dostatečně pokryty přirozeným zajišťovacím vztahem.

Úrokové riziko vyplývá z titulu vypůjčování finančních prostředků dceřinými společnostmi skupiny Unipetrol jak s pevnými, tak s pohyblivými úrokovými sazbami. Skupina řídí toto riziko udržováním vhodného poměru mezi úvěry s pevnou a pohyblivou úrokovou sazbou. Pravidelně se provádí hodnocení zajišťovacích aktivit a skutečnosti, zda jsou tyto v souladu s úrokovými výhledy a definovanou mírou rizikové tolerance. Optimální strategie zajištění se uplatňuje aplikováním různých úrokových cyklů buď na rozvahu, nebo na úrokový výnos, čímž je zajištěna požadovaná ochrana.

Riziko cen komodit vyplývá z nepříznivých změn v cenách materiálu, zejména cen ropy. Vedení řeší tato rizika pomocí řízení komoditních, dodavatelských a odběratelských rizik. Za účelem snížení rizika spojeného s nákupem ropy uzavírá skupina v malé míře kontrakty týkající se derivátových komoditních nástrojů.

Skupina usiluje o minimalizaci dopadů uvedených rizik pomocí využití přirozeného zajištění a derivátových finančních nástrojů pro zajištění rizik. Použití finančních derivátů se řídí směrnicemi skupiny, které jsou schváleny představenstvem společnosti a obsahují písemná pravidla týkající se měnového rizika, úvěrového rizika, použití finančních derivátů a nederivátových finančních nástrojů a umístění disponibilních peněžních prostředků. Dodržení předpisů a limitů rizik je pravidelně kontrolováno interními auditory. Za účelem řízení aktivit nacílených na zajištění proti rizikům, kterým je vystavena společnost Unipetrol, a.s., bylo zřízeno Treasury³³ oddělení poskytující služby podnikům ve skupině. Zároveň koordinuje

³³ Treasury (z angl. finanční správa) je soubor činností jako jsou například řízení vztahů k bankám, řízení likvidity, řízení rizik, řízení pohledávek, daňová optimalizace, atp.

přístup na domácí a mezinárodní finanční trhy, monitoruje a řídí výše popsaná rizika vztahující se k dceřiným společnostem skupiny pomocí interních zpráv, které analyzují rizika podle jejich stupně a závažnosti.

4.4 Ocenění společnosti Unipetrol, a.s.

Dnes se i v české oceňovací realitě uznává zásada, že při ocenění podniku je třeba použít minimálně dvě oceňovací metody. Výjimkou není ani postup, kdy je použito i více metod. Výsledky jednotlivých metod se však, jak ukazuje praxe, často liší. Proto se v této podkapitole zaměříme na použití dvou metod pro stanovení hodnoty společnosti Unipetrol, a.s. Půjde o metodu ekonomické přidané hodnoty a metodu diskontovaných peněžních toků. Zdrojem informace pro provedení výpočtů slouží účetní výkazy společnosti Unipetrol, a.s., za příslušné období, které jsou zveřejněny na webových stránkách podniku.

4.4.1 Dlouhodobý finanční plán

Následující podkapitola práce je věnována sestavení dlouhodobého finančního plánu. Ten byl sestaven v rozsahu potřebném pro ocenění společnosti. Při jeho zpracování se vycházelo zejména ze strategické analýzy, závěrečných zpráv společnosti Unipetrol, a.s., a z informací veřejně dostupných na trhu. Finanční plán byl sestaven pro období 2012-2016. Jeho součástí je plánovaná rozvaha, plánovaný výkaz peněžních toků a plánovaný výkaz zisku a ztráty. Plánované výkazy jsou uvedeny v Příloze č. 7.

Jako podklady pro zpracování dlouhodobého finančního plánu sloužily, jak již bylo řečeno výše, také zveřejněné účetní výkazy společnosti za minulá období. Níže je uveden přehled vývoje vybraných účetních položek v roce 2011 dle příslušného výkazu a odhad jejich vývoje v období let 2012-2016.

Rozvaha

Rozvaha je základním účetním výkazem, který zachycuje stav majetku na jedné straně a zdrojů jeho krytí na straně druhé k určitému časovému okamžiku.

Změny dlouhodobých aktiv: ke dni 31. 12. 2011 činila dlouhodobá aktiva skupiny Unipetrol, a.s., 31.918 milionů Kč. Během roku 2011 skupina pořídila hmotný majetek ve

výši 2.595 milionů Kč a nehmotný majetek ve výši 1.032 milionů Kč. Na základě požadavků mezinárodních účetních standardů skupina Unipetrol zaúčtovala ztrátu ze snížení hodnoty dlouhodobých aktiv v rafinérském a petrochemickém segmentu ve výši 1.714 milionů Kč, respektive 2.933 milionů Kč. V následujících letech, počínaje rokem 2012 se předpokládají meziroční ztráty ze snížení hodnoty dlouhodobých aktiv o částky převyšující 2 mld. Kč ročně s tím, že dlouhodobá aktiva skupiny Unipetrol, a.s., by k 31. 12. 2016 měla činit 20.195 milionů Kč. Většina investic byla v roce 2011 realizována v segmentu petrochemie (1.690 milionů Kč), dále pak v segmentu rafinérském (800 milionů Kč) a maloobchodním (157 milionů Kč). Pro období let 2012-2016 se předpokládá konstantní výše investic až do roku 2016 v hodnotě 197 milionů Kč ročně.

Změny oběžných aktiv: oběžná aktiva dosáhla ke dni 31. 12. 2011 výše 25.258 milionů Kč a v porovnání s předchozím rokem byla přibližně o 138 milionů Kč vyšší zejména z důvodu nárůstu zásob a vyšších pohledávek z obchodních vztahů a ostatních pohledávek. Peníze a peněžní ekvivalenty ve srovnání s minulým rokem poklesly. Hlavní příčinou zvýšení zásob oproti roku 2010 byly vyšší ceny ropy i koncových produktů (zásoby se zvýšily o 1.416 milionů Kč). Celková výše oběžných aktiv v letech 2012 až 2016 by měla růst do hodnoty 42.319 milionů Kč v roce 2016. K tomu má přispět růst zásob a peněz a peněžních ekvivalentů. Růst zásob za předpokladu vývoje ukazatele doby obratu zásob v průměrné výši z let 2005-2011 navazuje na růst celkových tržeb. Na základě toho by hodnota zásob v roce 2016 měla činit 14.762 milionů Kč. V současné době nejsou k dispozici informace o plánovaném využití nahromaděných peněz a vysoce likvidních peněžních ekvivalentů, proto se předpokládá jejich permanentní růst na hodnoty 15.060 milionů Kč v roce 2016. Pro celkovou výši pohledávek se předpokládá průměrný vývoj v období let 2012-2016 kolem hodnoty 10 miliard Kč.

Změny vlastního kapitálu: z důvodu ztráty v roce 2011 poklesla výše vlastního kapitálu z 38.800 milionů Kč v roce 2010 na 32.854 milionů Kč v roce 2011. Pro následující období se očekává růst hodnoty vlastního kapitálu navazující na růst hodnoty fondu tvořeného ze zisku a na růst hodnoty nerozděleného zisku. V souladu s českým obchodním zákoníkem jsou akciové společnosti povinny zřídit rezervní fond pro krytí možných budoucích ztrát či jiných událostí. Příspěvky musí tvořit nejméně 20 % zisku z prvního období, ve kterém je zisk tvořen, a 5 % za každé následující období, dokud nebude fond tvořit alespoň 20 % základního

kapitálu. Pro období let 2012-2016 se předpokládá trvalé navýšení fondu tvořeného ze zisku o 5 % hodnoty čistého zisku dosaženého v příslušném roce s tím, že hodnota fondu v roce 2016 by měla činit 2.940 milionů Kč. Ve shodě se Stanovami společnosti o rozdělení zisku za minulá hospodářská období rozhoduje Valná hromada společnosti Unipetrol, a.s., a to vždy v roce následujícím v měsíci květnu, respektive červnu. Protože o předběžném rozdělení zisku nejsou k dispozici informace, předpokládá se navýšení hodnoty nerozděleného zisku do výše 19.931 milionů Kč v roce 2016. Na základě zmíněných skutečností lze odvodit hodnotu vlastního kapitálu celkem, který by se měl v roce 2016 činit 41.005 milionů Kč.

Cizí zdroje: bankovní úvěry a jiné zdroje financování vzrostly oproti roku 2010 o 682 milionů Kč, když záporný volný peněžní tok zvýšil potřeby externího financování skupiny. Pro období let 2012-2016 se předpokládá následující složení úvěrových zdrojů zapojených do hospodaření podniku. Dlouhodobé půjčky a úvěry přijaté podnikem jsou tvořeny hodnotou nezajištěných vydaných dluhopisů a úrokovými splátkami za majetek pořízený formou finančního leasingu. Společnost emitovala v roce 1998 2.000 dluhopisů v celkové nominální hodnotě 2 miliardy korun. Dluhopisy mají splatnost 15 let od data emise. Úroková sazba je 0 % p.a. v prvních dvou letech a 12,53 % p.a. v následujících letech. Efektivní úroková sazba je 9,82 %. Úrok je splatný ročně. Úrokový náklad je stanoven pomocí metody efektivní úrokové sazby. Průměrná doba trvání leasingu pronajatého podnikem je 3-4 roky. Za rok 2011 činila průměrná efektivní výpůjční sazba 2,80 %. Úroková sazba je fixně stanovena na počátku leasingu. Veškeré leasingy jsou na bázi pevných splátek a nejsou sjednány žádné podmíněné splátky. Hodnota dlouhodobých půjček a úvěrů v roce 2012 by měla tvořit 2.005 milionů Kč, což odpovídá sumě hodnoty emitovaných dluhopisů a hodnoty budoucí minimální leasingové splátky ve výši 5.825 tis. Kč, odhadnuté pro rok 2011. Výši budoucí minimální leasingové splátky budeme předpokládat pro následující období let 2012-2015 za neměnnou. Majetek pořízený formou finančního leasingu bude zcela odepsán v roce 2015. Krátkodobé půjčky a úvěry představují sumu výše nezajištěných bankovních úvěrů a výši krátkodobé části finančního leasingu. Krátkodobé bankovní úvěry se řídí běžnými úvěrovými podmínkami a jejich účetní hodnota v podstatě odpovídá jejich reálné hodnotě. Průměrná efektivní úroková sazba k 31. prosinci 2011 činila 1,35 %. Budoucí minimální leasingové splátky krátkodobé části finančního leasingu byly odhadnuté pro rok 2011 ve výši 9.419 tis.

Kč. Stejnou výši předpokládáme i pro období let 2012-2015. Hodnota cizích zdrojů (závazků celkem) by měla klesat do roku 2016, kdy se dostane na hodnotu 21.509 milionů Kč.

Závazky z obchodního styku: hlavním důvodem zvýšení závazků z obchodního styku o 1.050 milionů Kč oproti předchozímu roku byla vyšší cena ropy.

Rezervy: oproti roku 2010 klesly rezervy o 158 milionů Kč, především kvůli nižší rezervě na spotřebu emisních povolenek CO₂ a demontáž teplárny T200.

Hodnota vlastního kapitálu a závazků celkem stejně jako i hodnota celkových aktiv by se měla postupně zvyšovat na hodnotu 62.514 milionů Kč v roce 2016.

Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty slouží ke zjišťování výše a způsobu tvorby složek výsledku hospodaření. Výkaz zisku a ztráty zahrnuje náklady a výnosy za běžné období.

Tržby skupiny za rok 2011 činily 97.428 milionů Kč a oproti roku 2010 byly o 13 % vyšší, zejména díky vyšším prodejním cenám rafinérských a petrochemických produktů. Provozní ztráta skupiny za rok 2011 ve výši 5.370 milionů Kč je důsledkem jednorázových ztrát ze snížení hodnoty dlouhodobých aktiv a emisních povolenek CO₂, periodické odstávky všech jednotek závodu v Litvínově na konci 3. a začátku 4. čtvrtletí a nepříznivého makroekonomického prostředí, zejména ve druhé polovině roku, a to jak v rafinérském, tak v petrochemickém segmentu. Rafinérský segment ovlivnily nižší rafinérské marže, větší prémie na sladké ropě (Azeri Light – Brent) a mírně větší rozdíl v cenách ropy Brent a Ural. Petrochemické marže byly na srovnatelné úrovni s předchozím rokem. Výše uvedené důvody společně s vyššími finančními náklady zapříčinily čistou ztrátu skupiny ve výši - 5.914 milionů Kč.

Odhad vývoje výnosů skupiny Unipetrol pro období let 2012-2016 je představen v podkapitole 4.1. Průměrný meziroční růst tržeb v daném období se předpokládá ve výši 5,65 %. Předpokládaný vývoj nákladů na prodej byl stanoven jako průměr podílů nákladů na prodej na tržbách za období let 2005-2011. Výše předpokládaného průměrného podílu činí 92,7 %. Tuzemská daň z příjmů je vypočítána na základě českých právních předpisů sazbou

19 % v roce 2011. Výši sazby očekáváme neměnnou po celé sledované období. Předpokládaný průměrný růst čistého zisku za období let 2013-2016 byl odhadnut na úrovni 9 %.

Výkaz peněžních toků

Smyslem analýzy přehledu peněžních toků (*Cash Flow, CF*) je vysvětlit změny peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů podniku za účetní období a objasnit hlavní faktory, které ovlivňují příjem (*Inflow*) a výdej (*Outflow*) hotovosti. Cash flow je toková veličina vyjadřující rozdíl přítoku a odtoku hotovosti za určité období.

V roce 2011 poklesl čistý peněžní tok z provozních činností skupiny přibližně na 115 milionů Kč. Zároveň došlo oproti předchozímu roku k poklesu peněžního toku použitého na investiční činnost (- 2.087 milionů Kč) a k nárůstu peněžního toku z finanční činnosti (+ 769 milionů Kč). Pokles objemu hotovosti ve srovnání s úrovní roku 2010 byl především důsledkem nižšího peněžního toku z provozní činnosti a vyšších kapitálových výdajů v souvislosti s periodickou odstávkou. Záporný volný peněžní tok vedl v průběhu roku 2011 k vyšší potřebě úvěrového financování. Na konci roku 2011 byla peněžní a dluhová situace skupiny stále dobrá a na bezpečných úrovních. Čistý dluh činil 438 milionů Kč a zadluženost jako poměr čistého dluhu a vlastního kapitálu 1,3 %.

Za období 2012-2016 byl přehled o peněžních tocích sestaven nepřímým způsobem výpočtu. Čistý peněžní tok z provozní činnosti by měl růst do roku 2013, s následným mírným meziročním poklesem až do roku 2016. Čistý peněžní tok z investiční činnosti po celé sledované období odpovídá změnám v hodnotě dlouhodobých aktiv. Čistý peněžní tok z finanční činnosti měl by růst skoro stejným tempem jako růst hodnoty nerozděleného zisku. Procentní růst peněz a peněžních ekvivalentů (*Cash Flow celkem*) se v roce 2012 oproti roku 2011 předpokládá ve výši 186,57 %. Pokles ve výši – 12,42 % se očekává v roce 2014. Předpokládaná pevná roční míra růstu cash flow po roce 2016 činí 2,28 %. Očekávaná výše sazby byla převzata z úrovně dlouhodobé míry inflace pro Českou republiku.

Finanční dopady realizace podnikatelských záměrů a dalších rozhodnutí managementu podniku, včetně organizačních a technických opatření, se promítají do souhrnného finančního plánu. Dlouhodobý finanční plán se obvykle uplatňuje v časovém horizontu 2 až 5 let.

Existují však oblasti, jako je například plánování větších investic, kde se rozvažuje s výhledem pěti a více let. Základním východiskem je průzkum trhu. Úroveň cen a cenové relace zboží na trhu výrazně ovlivňují tvorbu a užití finančních zdrojů podniku. Trh působí jako zdroj informací pro podnik a slouží jako podklad pro sestavení prodejní strategie.

4.4.2 Náklady kapitálu

Podkapitola se zaměřuje na praktické uplatnění vymezené teoretické základny způsobů zjištění nákladů jak na celkový kapitál, tak i na jeho další složky, v podkapitole 2.4.3.

Z pohledu podniku náklady kapitálů představují cenu za různý druh kapitálu získaný pro další rozvoj činnosti. Z pohledu investora jde o požadavek na minimální výnosnost, jež musí být firmou dosahována, aby nedošlo k poklesu hodnoty pro investory. To znamená, že je to takové vnitřní výnosové procento kapitálu, aby se tržní hodnota daného aktiva rovnala současné hodnotě finančních toků, které aktivum generuje. Výpočet nákladů cizího, vlastního a celkového kapitálu zachycují níže uvedené tabulky.

Tabulka 4.6 Vypočtené hodnoty nákladů cizího kapitálu

Ukazatel	1. fáze				2. fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
i	8,94 %	26,63 %	22,62 %	16,46 %	8,53 %
t (daňová sazba)	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
R_d	7,24 %	21,57 %	18,32 %	13,33 %	6,91 %

Zdroj: vlastní výpočty.

Náklady cizího kapitálu, nebo jinak řečeno náklady dluhu jsou počítány dle vzorce 2.24, uvedeného v podkapitole 2.4.3. Na základě toho, že do hospodaření společnosti Unipetrol, a.s., jsou zapojené různé druhy cizího kapitálu, zahrnující zajištěné a nezajištěné přijaté bankovní úvěry, operativní a finanční leasing, a kapitál zjištěný emisí dluhopisů, úroková míra z dluhu byla vypočtena dle vzorce 2.25. Výše položky *nákladové úroky*,

vstupující do výpočtu úrokové míry z dluhu, je převzatá z plánovaného výkazu zisku a ztrát, uvedeného v Příloze č. 7. Stav úvěrů, který je uveden ve jmenovateli vzorce 2.25, odpovídá sumě položek *úvěry a jiné zdroje financování*, krátkodobého a dlouhodobého charakteru, jejichž výše jsou uvedeny v plánované rozvaze v Příloze č. 7. Výše daňové sazby se předpokládá pro období let 2012-2016 neměnná ve výši 19 %.

Tabulka 4.7 Vypočtené hodnoty nákladů vlastního kapitálu

Ukazatel	1. fáze				2. fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
$E(R_m)^{34}$	18,54 %	22,02 %	22,76 %	24,41 %	26,95 %
R_f^{35}	3,01 %	2,79 %	2,60 %	2,41 %	2,19 %
B^L	2,19	2,31	2,39	2,47	2,55
B^U	1,40	1,50	1,59	1,69	1,79
$E(R_E)$	37,00 %	47,20 %	50,76 %	56,72 %	65,33 %

Zdroj: vlastní výpočty.

Náklady na vlastní kapitál jsou počítány dle vzorce 2.26, který je uveden v podkapitole 2.4.3, a který popisuje způsob výpočtu nákladu vlastního kapitálu dle metody *CAPM*. Koeficient *Beta* zadlužené firmy je vypočítán dle *metody analogie*, kterou popisuje vzorec 2.27. Koeficient *Beta* nezadlužené firmy dle odvětví *Petroleum (Integrated)* uvádí *Damodaran* na svých webových stránkách v sekci *Updated Data*.

Tabulka 4.8 Vypočtené hodnoty nákladů celkového kapitálu

Ukazatel	1. fáze				2. fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
t (daňová sazba)	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %

³⁴ Odhadovaný meziroční procentní vývoj oficiálního indexu Burzy cenných papírů Praha, Indexu PX.

³⁵ Očekávaný vývoj hrubého výnosu státního desetiletého dluhopisu.

R_D	7,24 %	21,57 %	18,32 %	13,33 %	6,91 %
$E(R_E)$	37,00 %	47,20 %	50,76 %	56,72 %	65,33 %
E (v Kč)	34.255.413.609	35.731.487.305	37.345.218.348	39.101.450.647	41.005.559.325
D (v Kč)	23.836.799.097	23.819.687.757	22.947.548.098	22.170.631.945	21.509.317.008
WACC	24,23 %	35,31 %	37,09 %	40,10 %	44,77 %

Zdroj: vlastní výpočty.

Náklady celkového kapitálu jsou počítány dle vzorce 2.23. Hodnota průměrných vážených nákladů kapitálu, jak je patrné z výpočtů zaznamenaných ve výše uvedené tabulce, má rostoucí trend. Na to má bezprostřední vliv růst nákladů na vlastní kapitál, který je podmíněn především růstem hodnoty vlastního kapitálu a očekávané rostoucí výše Indexu PX.

Je důležité si uvědomit, že při výpočtu *WACC* může být cizí kapitál, s nímž se obvykle počítá, odlišný od účetní položky cizí zdroje, kterou lze najít v rozvaze. Jedná se totiž pouze o zpoplatněný cizí kapitál (to jest úročené úvěry, půjčky). Veškeré nevyplacené mzdy zaměstnanců, pohledávky vůči státu, které nejsou po splatnosti (typicky daň z přidané hodnoty, DPH), ale také bezúročné půjčky se do této položky nepočítají. *WACC* tedy neuvažuje pasiva jako celek.

4.4.3 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty

Ocenění podniku metodou ekonomické přidané hodnoty je v principu dáno součtem tržní přidané hodnoty a hodnoty čistých operačních aktiv k datu ocenění. Veličina tržní přidané hodnoty přitom představuje současnou hodnotu budoucích ročních ekonomických přidaných hodnot diskontovaných k datu ocenění.

Provedené výpočty vstupních parametrů a výsledné hodnoty firmy dle metody *EVA-Entity* zachycují níže uvedené tabulky. Na začátku je představena řada tabulek, v nichž jsou prezentovány výsledky výpočtů ukazatele *NOA* a souvisejících veličin. Dále následuje tabulka zachycující výsledky výpočtu ukazatele *NOPAT*. Tabulka 4.14 prezentuje výsledky provedených výpočtů zaměřených na zjištění hodnoty firmy.

Tabulka 4.9 Rozvaha upravená o další údaje potřebné pro výpočet (v tis. Kč)

Aktiva	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobá aktiva celkem	31.917.829	29.515.764	27.309.292	24.881.737	22.510.679	20.195.553
Leasing	380.727	285.545	190.363	95.181	0	0
Pracovní kapitál	4.796.858	9.181.034	12.493.805	15.758.256	19.147.768	22.770.495
• z toho peníze	2.284.059	4.218.953	6.893.613	9.222.088	11.723.211	14.501.872
Celkem	37.095.414	38.982.344	39.993.461	40.735.176	41.658.448	42.966.048
Pasiva	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vlastní kapitál celkem	32.854.118	34.255.413	35.731.487	37.345.218	39.101.450	41.005.559
Kumulované náklady leasingu	- 151.117	- 255.968	- 359.910	- 460.922	- 558.922	0
Ekvivalent VK	2.041.691	2.664.219	4.407.831	3.744.384	3.110.095	1.960.489
Leasingový závazek	345.348	312.854	208.227	100.671	0	0
Úročený cizí kapitál z účetní rozvahy	2.005.374	2.005.825	5.825	5.825	5.825	0
Celkem	37.095.414	38.982.344	39.993.461	40.735.176	41.658.448	42.966.048

Zdroj: vlastní výpočty.

Z výše uvedených výsledků lze odvodit několik dílčích závěrů. Výši položek *Dlouhodobá aktiva celkem* a *Vlastní kapitál celkem* odpovídají hodnotám vykazovaným v účetní rozvaze společnosti Unipetrol, a.s., za rok 2011 a v plánované rozvaze za období 2012-2016. Položka *Leasing* představuje zůstatkovou hodnotu pronajatého majetku po odečtu odpisů, a to vždy k 31. 12. daného roku. Z výročních zpráv společnosti je patrně, že průměrná doba trvání leasingu je 3-4 roky. Proto byla za periodu od roku 2012 do roku 2016 stanovena doba trvání leasingu na 4 roky, do roku 2015. Opotřeбенí majetku pořízeného formou leasingu pro období 2012-2016 se předpokládá lineární. Výše odpisů z leasingu počínaje rokem 2012 by měla činit 95.181 tis. Kč. Hodnota položky *Pracovní kapitál* představuje výsledek odpočtu krátkodobých závazků a peněz a peněžních ekvivalentů od oběžných aktiv s následným přičtením výše položky *Peníze*. Samotná položka *Peníze* odpovídá rozdílu výše

peněz a peněžních ekvivalentů vykazovaných v účetní, respektive plánované rozvaze a výše sumy leasingových splátek. Dále následují položky na straně pasiv. Položka *Kumulované náklady leasingu* je sumou úroků a odpisů odváděných za pronajatý majetek a nákladů za minulé období. Hodnota položky *Ekvivalent vlastního kapitálu* představuje výsledky provedených úprav, jejichž cílem bylo transformovat účetní aktiva na aktiva skutečná. Úpravy představují uskutečněné zreálnění hodnoty aktiv v účetnictví vykazovaných, ale v hodnotách, které neodpovídají realitě. Hodnota položky *Leasingový závazek* odpovídá hodnotě leasingového závazku vykazovaného vždy na konci roku a převzatého z předpokládaného umořovacího planu. Propočet závazků je uveden v tabulce dále. Úročený cizí kapitál odpovídá hodnotě dlouhodobých úvěrů a jiných zdrojů financování plynoucích z účetní, respektive z plánované rozvahy.

Tabulka 4.10 Propočet leasingového závazku (v Kč)

Položka/Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Leasingový závazek na začátku roku	517.358.000	345.348.024	312.854.769	208.227.702	100.671.078	0
Úrok	14.486.024	9.669.745	8.759.934	5.830.376	2.818.790	0
Snížení závazku	172.009.976	32.493.255	104.627.066	107.556.624	100.671.078	0
Leasingový závazek na konci roku	345.348.024	312.854.769	208.227.702	100.671.078	0	0
Odpisy leasingu	136.631.000	95.181.750	95.181.750	95.181.750	95.181.750	0
Zůstatková hodnota pronajatého majetku k 31. 12.	380.727.000	285.545.250	190.363.500	95.181.750	0	0
Nové náklady leasingu	151.117.024	104.851.495	103.941.684	101.012.126	98.000.540	0
Kumulované náklady leasingu	151.117.024	255.968.519	359.910.202	460.922.328	558.922.868	0

Splátky operativního leasingu	172.327.000	26.919.000	98.143.000	98.143.000	98.143.000	0
Splátky finančního leasingu	5.374.000	5.825.000	5.825.000	5.825.000	5.825.000	0
Splátky krátkodobé části finančního leasingu	8.795.000	9.419.000	9.419.000	9.419.000	9.419.000	0
Budoucí minimální leasingové splátky celkem	186.496.000	42.163.000	113.387.000	113.387.000	103.489.868	0

Zdroj: vlastní výpočty.

Skupina si pronajímá vozidla a kancelářské prostory prostřednictvím leasingu. Žádný leasing nezahrnuje podmíněné nájemné. K 31. prosinci 2011 a 31. prosinci 2010 čistá účetní hodnota dlouhodobého majetku najatého formou leasingu činila 380.727 tis. Kč a 517.358 tis. Kč. v tomto pořadí. Za rok 2011 činila průměrná efektivní výpůjční sazba 2,80 %, kterou předpokládáme ve stejné výši pro celé období 2012-2016. Snížení leasingového závazku představuje rozdíl mezi výši budoucí minimální leasingové splátky a hodnoty úroku placeného z nájmu. Leasingový závazek vykazovaný na konci roku představuje hodnotu závazku na začátku roku po odpočtu hodnoty položky *Snížení leasingu*. Odhadnuté budoucí minimální leasingové splátky jsou převzaté z předpokladu uvedeného ve výroční zprávě společnosti Unipetrol, a.s., za rok 2011.

Tabulka 4.11 Výsledky výpočtu kapitálu investovaného do provozně nutného majetku (neoperační aktiva, v Kč)

Položka/Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Provozně potřebná výše peněžních prostředků	2.470.555.000	4.447.612.328	7.235.659.027	9.677.521.831	12.282.134.286	15.060.795.807
Nadbytečná výše peněžních prostředků	186.496.000	228.659.000	342.046.000	455.433.000	558.922.868	558.922.868

Ostatní majetek není k provozu	776.997.000	927.298.602	1.086.796.487	1.234.974.864	1.386.890.081	1.542.504.767
Provozně nenutný majetek celkem	590.501.000	698.639.602	744.750.487	779.541.864	827.967.213	983.581.899

Zdroj: vlastní výpočty.

Provozně potřebnou výši peněžních prostředků lze vypočíst součinem výše krátkodobých závazků vykazovaných v rozvaze a vypočítané hodnoty okamžité likvidity za příslušný rok. Nadbytečná výše peněžních prostředků představuje rozdíl výši položky *Peníze* z Tabulky 4.9 a výši peněžních prostředků potřebných pro provoz podniku. Ostatní majetek nepotřebný k provozu představuje sumu hodnot finančních aktiv držených do splatnosti a finančních derivátů.

Tabulka 4.12 Výsledky výpočtu *NOA* (v Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>NOA</i>	36.504.913.000	38.283.704.442	39.248.711.210	39.955.634.247	40.830.480.856	41.982.467.090

Zdroj: vlastní výpočty.

Výše čistých operačních aktiv v letech 2012-2016 dosahuje kladných hodnot, což naznačuje dobrou provozní činnost podniku.

Dále se zaměříme na výpočet ukazatele *NOPAT*. Provedené výpočty jsou prezentované v následující tabulce.

Tabulka 4.13 Výpočet a úpravy *NOPAT* (v Kč)

Položka/Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní výsledek hospodaření	- 5.369.700.000	1.830.906.359	1.934.507.663	2.042.200.832	2.157.690.647	2.281.580.685
Odpisy leasingu	136.631.000	95.181.750	95.181.750	95.181.750	95.181.750	0

<i>NOPBT</i> ³⁶	- 5.506.331.000	1.735.724.609	1.839.325.913	1.947.019.082	2.062.508.897	2.281.580.685
<i>t</i> (daňová sazba)	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
Daň	- 329.787.676	- 349.471.924	- 369.933.626	- 391.876.691	- 433.500.330	- 329.787.676
<i>NOPAT</i>	- 4.460.128.110	1.405.936.933	1.489.853.990	1.577.085.456	1.670.632.207	1.848.080.355

Zdroj: vlastní výpočty.

Hodnoty operačního výsledku hospodaření po dani nabývají v jednotlivých letech díky příznivému vývoji provozního výsledku hospodaření kladné výše.

Tabulka 4.14 Zjištěná hodnota společnosti Unipetrol, a.s., k datu ocenění (v tis. Kč)

Ukazatel	1. fáze					2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>NOA</i>	36.504.913	38.283.704	39.248.711	39.955.634	40.830.480	41.982.467
<i>NOPAT</i>		1.405.936	1.489.853	1.577.085	1.670.632	1.848.080
<i>EVA</i>		- 7.438.132	- 12.026.739	- 12.978.605	- 14.353.408	- 16.433.600
<i>WACC</i> ³⁷		24,23 %	35,31 %	37,09 %	40,10 %	44,77 %
Diskontní faktor		0,80	0,55	0,39	0,26	
Diskontovaná <i>EVA</i>		- 5.987.529	- 6.569.181	- 5.037.914	- 3.725.166	
Hodnota 1. fáze	- 21.319.792					
<i>g</i> ³⁸	5,65 %					
<i>PH</i>	- 42.005.928					
Hodnota 2. fáze	- 10.901.875					
<i>V_g</i>	4.283.244					

³⁶ *NOPBT* (*Net Operating Profit Before Tax*) je čistý operační zisk před odpočtem daně.

³⁷ Výsledky výpočtů *WACC* jsou představeny v podkapitole 4.4.2.

³⁸ Hodnota stanovena ve výši odhadnutého průměrného procentního ročního růstu výnosů za období let 2012-2016.

D_0	2.005.374
A_0	590.501
V_n	2.868.371

Zdroj: vlastní výpočty.

Po pečlivě provedených výpočtech zaměřených na zjištění tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti Unipetrol, a.s., metodou ekonomické přidané hodnoty, činila hodnota zkoumaného podniku k 1. 1. 2012 dle použité metody celkem 2.868.371.647,- Kč.

Ekonomická přidaná hodnota, v jednotlivých letech, byla počítána pomocí vzorce 2.1 (Capital Charge). Brutto hodnota oceňované společnosti byla zjištěna použitím vzorce 2.6, když netto hodnota firmy byla počítána dle vzorce 2.7. Hodnota úročených dluhů a neoperačních aktiv je uvedena k datu ocenění, a jejich výše je také dostupné v tabulkách 4.9 a 4.11.

Při stanovení hodnoty firmy však bylo dosaženo záporných hodnot ukazatele *EVA*, které se bezprostředně promítají do hodnoty ukazatele *MVA*, který k datu ocenění činil - 32.221 milionů Kč. Na základě toho můžeme konstatovat, že míra výnosnosti kapitálu investovaného do podniku k datu ocenění měla mnohem nižší hodnotu (- 32,61 %) než hodnota nákladů celkového kapitálu (- 3,67 %). Záporné hodnoty obou ukazatelů by měly představovat pro management firmy a pro stávající akcionáři negativní signál o špatném hospodaření podniku.

Na závěr podkapitoly lze dodat, že metody založené na použití ukazatele *EVA* při ocenění podniku se jeví v podmínkách ekonomického prostředí České republiky vysoce perspektivní. Na českém trhu však zatím nejsou splněny veškeré předpoklady pro bezproblémové naplnění jednotlivých komponent modelu. V některých firmách je v současnosti ukazatel *EVA* využíván mimo jiné jako nástroj motivace pro zaměstnance. Princip spočívá v rozdělení značné části ekonomické přidané hodnoty mezi pracovníky, která se přepočítává na měsíční čisté mzdy, jež jim jsou vypláceny. Tento systém umožňuje manažerům získat vlastnický pohled na jejich činnost. Využívání metod založených na

ukazateli *EVA* je zajímavé taky proto, že dobře ilustruje hlavní faktory tvorby hodnoty pro vlastníky firem.

4.4.4 Analýza citlivosti hodnoty firmy vypočítanou dle metody *EVA-Entity*

V této podkapitole se zaměříme na analýzu neurčitosti za předpokladu nejistoty pomocí analýzy citlivosti. Při použití této metody je posuzován vliv odchylek vstupních parametrů na výslednou hodnotu. V úvahu se nebere, s jakou pravděpodobností mohou odchylky nastat.

Provedenými výpočty bylo dosaženo výsledků, z nichž lze stanovit, že největší vliv na změnu hodnoty firmy mají změny hodnot ukazatele *EVA*, kde při změně hodnot ukazatele v jednotlivých letech o $\pm 10\%$ rozpětí hodnoty firmy bylo stanoveno od - 353.795.188,-Kč do 6.090.538.483,-Kč. V procentním vyjádření to činí změnu od - 112,33 % do + 112,33 % od původní vypočtené hodnoty. Prezentované výsledky provedené citlivostní analýzy jsou součástí Přílohy č. 8.

4.4.5 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků (*Discounted Cash Flow, DCF*) přesně odráží teoretickou definici hodnoty. Je považována za základní metodu výnosového přístupu k oceňování. Výchozím přístupem při uplatnění tohoto modelu oceňování je za výnosy považovat volný peněžní tok (*Free Cash Flow, FCF*). Jedná se o provozní peněžní tok snížený o investice do provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku. Volný peněžní tok pak představuje peněžní tok, který mohou vlastníci a věřitelé z podniku odčerpat, aniž by byl narušen očekávaný vývoj podniku.

Následující tabulka uvádí výsledky kompletního propočtu jak vstupních parametrů, tak i výsledné hodnoty podniku.

Tabulka 4.15 Postup výpočtu hodnoty podniku metodou diskontovaných peněžních toků (v Kč)

Položka	1. fáze				2. fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
<i>EAT</i>	1.283.886.294	1.405.784.473	1.536.886.707	1.672.602.190	1.813.436.836
<i>Odpisy</i>	2.941.402.616	2.781.205.754	2.613.918.944	2.449.296.228	2.287.310.965
<i>Změna ČPK</i>	- 1.177.363.409	1.075.076.417	293.898.941	456.775.574	643.873.469
<i>Investice</i>	197.837.286	197.837.286	197.837.286	197.837.286	197.837.286
<i>Úroky</i>	245.861.551	198.971.277	144.809.835	92.749.673	42.769.777
<i>t (daňová sazba)</i>	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
<i>FCFF</i>	5.403.962.890	3.076.238.115	3.776.365.391	3.542.412.793	3.293.680.565
<i>WACC</i>	24,23 %	35,31 %	37,09 %	40,10 %	44,77 %
Diskontní faktor	0,80	0,55	0,39	0,26	
Diskontované <i>FCFF</i>	4.350.068.815	1.680.286.536	1.465.874.441	919.368.867	
Hodnota 1. fáze	8.415.598.659				
<i>g</i>	5,65 %				
<i>PH</i>	8.418.977.481				
Hodnota 2. fáze	2.184.992.615				
<i>V_g</i>	10.600.591.274				
<i>D₀</i>	2.005.374.000				
<i>A₀</i>	590.501.000				
<i>V_n</i>	9.185.718.274				

Zdroj: vlastní výpočty.

Jak vyplývá z Tabulky 4.15, výsledná hodnota společnosti Unipetrol, a.s., propočtená metodou diskontovaných peněžních toků činila k 1. 1. 2012 celkem 9.185.718.274,-Kč.

Postup provedeního výpočtu je komplexně popsán v podkapitole 2.4.2. Vstupní veličiny použité pro výpočet hodnoty podniku jsou uvedeny v jednotlivých plánovaných účetních výkazech, které jsou součástí Přílohy č. 7. Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele jsou počítány dle vzorce 2.16.

Metoda *DCF-Entity* je z pohledu oceňovací teorie považována za nejběžněji používanou v praxi. Její podstatou je, že měřítkem hodnoty firmy jsou budoucí příjmy, které majiteli podnik přinese po odečtení budoucích přímých výdajů spojených s podnikatelskou činností. Čím bude předpoklad těchto příjmů vyšší, tím větší užitek bude svému majiteli oceňovaný podnik přinášet, a tím bude mít také vyšší hodnotu. Při prodeji podniku se jeho prodejce de facto vzdává budoucích příjmů, které by mohl získat, kdyby si majetek nechal. Tomu by měla odpovídat i cena, za níž by byl ochotný společnost prodat. Metodu je vhodné používat při ocenění podniků, kde cash flow je generováno majetkem firmy, nikoliv duševním vlastnictvím. Metoda je široce využívána především při fúzích a akvizicích, investičním rozhodování, při korporátním finančním řízení a řízení v oblasti real estate developmentu.

4.4.6 Analýza citlivosti hodnoty firmy vypočítanou dle metody *DCF-Entity*

Tato podkapitola je věnovaná provedené analýze citlivosti hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na vliv změn hodnot jednotlivých faktorů, vstupujících do ocenění podniku.

Provedená citlivostní analýza vlivu dílčích faktorů na změnu hodnoty firmy vypočtené dle metody *DCF-Entity* prokázala, že největší dopad na změny hodnoty firmy má vliv změn hodnot ukazatele *FCFF* v jednotlivých letech. Změna hodnot čistých peněžních toků pro vlastníky a věřitele o $\pm 10\%$ tak stanovila rozpětí hodnoty firmy od 8.125.659.147,-Kč do 10.245.777.402,-Kč. V procentním vyjádření to činí změnu o $\pm 11,54\%$ od původní vypočtené hodnoty. Výsledky analýzy jsou prezentované v Příloze č. 9.

4.5 Posouzení dosažených výsledků

V této podkapitole jsou názorně a přehledně prezentovány dosažené výsledky při použití jednotlivých metod oceňování pro zjištění hodnoty akciové společnosti Unipetrol, a.s. Získané výsledky jsou náležitě zhodnocené a přiměřeně objektivně interpretované.

Aplikací metody *EVA-Entity* byla odhadnuta tržní hodnota společnosti Unipetrol, a.s., ke dni 1. 1. 2012 na 2.868.371.647,-Kč, hodnota firmy vypočítaná aplikací metody *DCF-Entity* činila 9.185.718.274,-Kč. Vliv na rozdíl ve výsledných částkách, které představují cenu společnosti na trhu, má odlišný přístup k provedení výpočtů u daných metod. Aby obě použité metody vykazovaly naprosto shodné výsledky, bylo by nutné splnit tyto podmínky: použít v případě obou metod stejné průměrné vážené náklady kapitálu, použít stejný zisk, investovaný provozně nutný kapitál u metody *DCF* musí být totožný jako *NOA* u metody *EVA*.

Zda bude použita ta, nebo jiná z existujících metod záleží pouze na osobních preferencích oceňovatele, respektive investora, a na stanovených cílech, kterým má prováděné ocenění sloužit.

Níže prezentovaná tabulka popisuje kladné a záporné stránky použitých metod oceňování. Může být potenciálními investory použita jako názorný podklad při výběru té, nebo jiné metodiky.

Jak bylo řečeno na začátku práce, výše aplikované metody patří do skupiny výnosových metod, které pohlíží na podnik jako na jakoukoli jinou investici, jež slouží ke zhodnocení kapitálu. Oceňují tedy subjekt dle současného užitku, který přináší majiteli. Dané metody se nejvíce přibližují pohledu vlastníků podniku, a proto jsou v praxi nejčastěji aplikované. Na druhou stranu skupina výnosových metod také přináší řadu překážek, které mohou značně pošramotit výslednou hodnotu ocenění. Jedná se v podstatě o správnou volbu hospodářského výsledku, z něhož odhadce při výpočtech vychází, pak o vysokou citlivost na přesnost odhadu tempa růstu, určení diskontní sazby a z ní související míry rizika. Proto je kladen velký důraz na odbornou připravenost odhadce a na jeho znalosti týkající se prostředí oceňovaného podniku a celkové ekonomické situace země, v níž je oceňování prováděno. Přes výše uvedené skutečnosti slouží výnosové metody obvykle jako hlavní nástroje ocenění.

Tabulka 4.16 Charakteristika použitých metod oceňování

Metoda ekonomické přidané hodnoty	
Kladné stránky	Záporné stránky
<ul style="list-style-type: none"> • Silná vazba na hodnotu přidanou trhem • Společnosti s vyšší návratností kapitálu, než jsou jejich náklady kapitálu, prodávají své akcie za vyšší cenu v porovnání s původním kapitálem. To platí i pro ekonomickou přidanou hodnotu • Zohlednění rizikových faktorů, a spolu s tím i výnosových požadavků investorů • Respektování časové hodnoty peněz • Pozitivní hodnota <i>EVA</i> je věrohodným signálem tvorby hodnoty pro akcionáře • Možnost počítání <i>EVA</i> ve variantě entity, equity, APV 	<ul style="list-style-type: none"> • Při aplikaci metody nelze vycházet pouze z účetních dat, je zapotřebí konverze účetních dat na ekonomická • <i>NOPAT</i>, neboli čistý operativní zisk, v České republice neexistuje, proto ho nelze ztotožňovat s provozním výsledkem hospodaření • Běžné účetní výkazy neumožňují rozčlenění aktiv na operační a neoperační, proto je zapotřebí se spolehnout na dostupné údaje a vlastní schopnost odhadce vystihnout, které změny jsou skutečně nejpotřebnější • Určitý problém obnáší srovnání podniků, které jsou náročné na nasazení živé práce, a podniků s intenzivním nasazením kapitálu. Jako příklad lze uvést segment služeb, kde rozhodující složku nasazených zdrojů tvoří „lidský kapitál“, který ale v <i>NOA</i> není obsažen, a tím se snižují náklady kapitálu • Změny v přístupu k výpočtům operačního zisku, aktiv a kapitálových nákladů mohou narušit i srovnatelnost výsledků v čase • Nedostatečné vykazování výše úrokových nákladů leasingu v účetních výkazech

	<ul style="list-style-type: none"> • Současná hodnota <i>EVA</i> nevysvětluje aktuální výši ceny akcie, neboli změny cen akcií jsou odrazem budoucích očekávání týkajících se peněžních toků
Metoda diskontovaných peněžních toků	
Kladné stránky	Záporné stránky
<ul style="list-style-type: none"> • Nejčastěji používaná metoda při oceňování • Možnost pracovat s rozdílnými peněžními toky • Možnost provádět ocenění podniků, které nejsou obchodovatelné na kapitálovém trhu a nevyplácejí dividendy • Přímá kalkulace změn zadlužení a úroků. • Vysoká vypovídací schopnost 	<ul style="list-style-type: none"> • Metoda neumožňuje předvídat peněžní toky v neomezeném časovém horizontu • Aplikace modelu je závislá nejen na správnosti stanovení diskontní míry, ale především na správnosti jejího přiřazení výnosu • Struktura kapitálu musí být správně promítnuta jak do výpočtu nákladů vlastního kapitálu, tak do celkových průměrných nákladů kapitálu • Pro výpočet je nezbytně znát konkrétní finanční politiku oceňovaného podniku • Výskyt problémů při odhadu nákladů vlastního kapitálu nezadlužených podniků

Zdroj: vlastní zpracování.

Pokud následně srovnáme tržní cenu akcie společnosti Unipetrol, a.s., z 1. ledna roku 2012, která byla na úrovni 170,-Kč³⁹, s její vnitřní hodnotou (cílovou cenou) počítanou dle metody⁴⁰ *EVA-Entity* ve výši 15,-Kč a dle metody diskontovaných peněžních toků ve výši

³⁹RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů, a.s. [online]. 2012 [cit. 2012-01-02]. Dostupný také zde: <http://www.rmsystem.cz/akcie-3072-unipetrol>.

⁴⁰ Zjištěné tržní hodnoty společnosti dle příslušných metod vydělené celkovým počtem akcií.

50,-Kč, zjistíme, že se s akciemi společnosti obchoduje s premií a titul je na současné hladině jednoduše „předražený“.

Jako doporučení pro stávající, stejně jako i pro potenciální, investory lze stanovit doporučení na stupni „prodat“, respektive „nekupovat“, jelikož vývoj ceny akcií na pražské burze adekvátně neodráží dynamiku ziskovosti, která zaostává za sektorovými konkurenty. Titul je možné považovat za předražený při použití obou oceňovacích metod. Stávající akcionáři Unipetrolu se navíc s velkou pravděpodobností nedočkají větší dividendy, a to navzdory solidnímu objemu hotovosti na účtech firmy a absenci velkých investičních projektů v nadcházejících letech. Pro Unipetrol je navíc v provozním prostředí odhadován ještě výraznější vliv negativních faktorů. Zatímco segment rafinace by mohl profitovat z uzavření rafinerií společnosti Petroplus, divize petrochemie podle všeho čelí intenzivnímu tlaku na marže kvůli vysokým cenám vstupních surovin. Pokles zisku by mohl být vyostřen dalším vývojem kolem krize v eurozóně a možným oslabením eura.

Na druhé straně, v případě akvizice, by jako dobrá zpráva mohla sloužit cena benzínu na čerpacích stanicích. Cena nejprodávanějšího Naturalu 95 dosahuje podle společnosti CCS hranice 36,45 Kč/l. Důvodem je z velké části drahá ropa, jejíž cena na trzích stoupla za posledních deset let o více než 500 %. V roce 2002 se pohybovala cena ropy pod 20 dolarů za barel, v současné době se cena severomořské ropy Brent drží kolem hranice 100 dolarů za barel a předpokládá se její další růst. To může zvýšit atraktivitu společnosti na trhu a posloužit jako výhodná obchodní transakce při případné akvizici.

5. Závěr

Závěr doplňuje celou strukturu diplomové práce stručným popisem postupu provedeního ocenění, shrnutými poznatky a řadou závěrů z nich vyplývajících s ohledem na zadaný cíl stanovený v úvodu.

Cílem diplomové práce bylo aplikovat a detailně prozkoumat vybrané metody ocenění, zejména metodu *EVA-Entity* a metodu *DCF-Entity*, při náročném a komplexním procesu oceňování akciové společnosti. Pro potřeby naplnění cíle práce byla zvolena společnost Unipetrol, a.s. Hodnota firmy byla stanovena ke dni 1. ledna roku 2012.

Na začátku práce, ve druhé a třetí kapitole, je představen teoretický náhled na problematiku oceňování jak v České republice, tak i v dalších vyspělých státech naznačující obvyklou politiku v oblasti oceňování podniku. Druhá kapitola se zabývá metodami oceňování použitými v dané práci, popisem jejich podrobných kvalitativních charakteristik a praktických vlastností. Následující kapitola je věnována rozvoji těchto poznatků ze sféry strategické, finanční a SWOT analýzy.

Praktická část práce se ve čtvrté kapitole zaměřuje na použití náročnější a exaktnější metodologie oceňování podniku popsanou v teoretické části a následně uplatněnou při zjištění hodnoty společnosti Unipetrol, a.s. Kapitola je členěna tak, že v jejím úvodu jsou uvedeny všeobecné informace týkající se společnosti Unipetrol, a.s., dále je provedena důkladná analýza finančního zdraví podniku použitím řady poměrových ukazatelů s následným vyhodnocením dosažených výsledků a jsou popsány vnější a vnitřní okolnosti mající podstatný vliv na hospodaření společnosti, kde analýza makrookolí oceňovaného podniku byla provedena uplatněním metody PEST a analýza mikrookolí aplikací Porterova modelu pěti konkurenčních sil. Poté je zařazena část, která je zaměřena na zjištění tržní hodnoty firmy vybranými metodami a taktéž provedení analýzy citlivosti hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., vypočítané dle příslušné metody na vliv změn hodnot jednotlivých faktorů vstupujících do ocenění podniku. Na závěr kapitoly jsou vyhodnoceny dosažené výsledky, detailně probrané kladné a záporné vlastnosti aplikovaných oceňovacích metod. S ohledem na cíl práce je stanoveno doporučení pro potenciální investory, které může sloužit jako podklad pro komunikaci se stávajícími vlastníky podniku pro účely případné akvizice.

Seznam použité literatury

Odborné knižní zdroje:

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [2] FOSTER R. S., L. A. REED a H. P. NESVOLD. *The art of M&A*. 4th ed. McGraw-Hill, 2007. 1100 s. ISBN 978-0071403023.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [4] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- [5] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. upr. a rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [6] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 545 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [7] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H.Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- [8] SHERMAN A. J. a M. A. HART. *Mergers & Acquisitions from A to Z*. 2nd ed. Amacom, 2006. 288 s. ISBN 978-0814408803.

Elektronické zdroje:

- [9] Business.center.cz [online]. 2012 [cit. 2012-01-01]. Dostupný také zde: <http://business.center.cz/>.
- [10] Damodaran, Aswath [online]. 2012 [cit. 2012-01-01]. Dostupný také zde: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

- [11] International Valuation Standards Council [online]. 2010 [cit. 2010-06-01]. Dostupný také zde: <http://www.ivsc.org/>.
- [12] European Valuation Standards [online]. 2009 [cit. 2009-04-01]. Dostupné také zde: <http://www.tegova.org/en/p4912ae3909e49>.
- [13] Skupina Unipetrol [online]. 2012 [cit. 2012-01-01]. Dostupná také zde: <http://www.unipetrol.cz/cs/index.html>.
- [14] Burza cenných papírů Praha, a.s. [online]. 2012 [cit. 2012-01-01]. Dostupná také zde: <http://www.bcpp.cz/>.
- [15] Kurzy.cz [online]. 2012 [cit. 2012-01-03]. Dostupný také zde: <http://www.kurzy.cz/komodity/index.asp?A=5&idk=38&od=26.2.2011&do=23.2.2012&curr=CZK>.
- [16] Nesteoil.com [online]. 2012 [cit. 2012-01-03]. Dostupný také zde: <http://www.nesteoil.com/default.asp?path=1,41,538,2035,5193>.
- [17] Systém ARAD - veřejná databáze časových řad České národní banky [online]. 2012 [cit. 2012-03-04]. Dostupný také zde: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=450&p_strid=EBA&p_lang=CS.
- [18] Účetní kavárna.cz [online]. 2012 [cit. 2012-01-03]. Dostupná také zde: <http://www.ucetnikavarna.cz/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnickych-osob/>.
- [19] RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů, a.s. [online]. 2011 [cit. 2011-12-30]. Dostupný také zde: <http://www.rmsystem.cz/akcie-3072-unipetrol>.
- [20] Institut der Wirtschaftsprüfer [online]. 2011 [cit. 2011-12-30]. Dostupný také zde: <http://www.idw.de/idw/portal/d589242/index.jsp>.

Seznam zkratk

CAPM je model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model)

CZ je cizí kapitál (Debt)

CZK je česká koruna (Czech crown)

ČPK je čistý pracovní kapitál (Net Working Capital)

DCF jsou diskontované peněžní příjmy (Discounted Cash Flow)

PR je dividendový výplatní poměr (Payout Ratio)

EAT je čistý zisk (Earnings After Taxes)

EBIT je výsledek hospodaření před odpočtem placených úroků a daní z příjmů (Earnings Before Interest and Taxes)

EPS je čistý zisk na jednu akcii (Earnings per Share)

EVA je ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added)

EVS jsou Evropské oceňovací standardy (European Valuation Standards)

FCF je volný peněžní tok (Free Cash Flow)

FCFF je peněžní tok pro věřitele a pro akcionáře (Free Cash Flow to the Firm)

FCFE je peněžní tok pro akcionáře (Free Cash Flow to the Equity)

FCFD je peněžní tok pro věřitele (Free Cash Flow to the Debt)

HDP je hrubý domácí produkt (Gross Domestic Product)

IDW je německý institut auditorů (Institut der Wirtschaftsprüfer)

INV jsou investice (Investment)

IVS jsou Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards)

KZ jsou krátkodobé závazky (Short-term liabilities)

MVA je tržní přidaná hodnota (Market Value Added)

NOA je čistá operační aktiva (Net Operating Assets)

NOPAT je operační výsledek hospodaření (Net Operating Profit After Taxes)

OA je oběžná aktiva (Short-term assets)

ODP jsou odpisy (Depreciation)

PH je pokračující hodnota (Continual Value)

P/E je poměr tržní ceny akcie k čistému zisku na jednu akcii (Price Earnings ratio)

ROA je rentabilita celkového vloženého kapitálu (Return on Assets)

ROE je rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity)

ROCE je rentabilita dlouhodobé investovaného kapitálu (Return on Capital Employed)

ROS je rentabilita tržeb (Return on Sales)

ROC je rentabilita nákladů (Return on Costs)

TC jsou celkové náklady (Total Cost)

USD je americký dolar (United states dollar)

VK je vlastní kapitál (Stockholder's Equity)

WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Cost of Capital)

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. - autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 11. 7. 2012

.....

Bc. Ilya Chermashentsev

Adresa trvalého pobytu studenta:

Kazachstán, Karaganda, Buhar-Jiray 69/6.

Seznam příloh

- [1] Příloha č. 1 Deset největších obchodních transakcí v ČR v roce 2011
- [2] Příloha č. 2 Doplnující informace o společnosti Unipetrol, a.s.
- [3] Příloha č. 3 Vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů České republiky v letech 2009-2011
- [4] Příloha č. 4 Grafické zobrazení vývoje burzovního Indexu PX v letech 1994-2012
- [5] Příloha č. 5 Grafické zobrazení vývoje vybraných finančních ukazatelů společnosti Unipetrol, a.s., v letech 2009-2011
- [6] Příloha č. 6 Grafická prezentace vývoje a meziročních procentních změn celkových tržeb společnosti Unipetrol, a.s., v letech 2005-2011 a 2012-2016
- [7] Příloha č. 7 Plánované účetní výkazy společnosti Unipetrol, a.s.
- [8] Příloha č. 8 Výsledky analýzy citlivosti hodnoty firmy vypočítanou dle metody *EVA-Entity*
- [9] Příloha č. 9 Výsledky analýzy citlivosti hodnoty firmy vypočítanou dle metody *DCF-Entity*
- [10] Příloha č. 10 Účetní výkazy společnosti Unipetrol, a.s., za rok 2009
- [11] Příloha č. 11 Účetní výkazy společnosti Unipetrol, a.s., za rok 2010
- [12] Příloha č. 12 Účetní výkazy společnosti Unipetrol, a.s., za rok 2011
- [13] Příloha č. 13 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů společnosti Unipetrol, a.s., za období let 2009-2011
- [14] Příloha č. 14 Příloha ke konsolidované účetní závěrce, sestavené dle Mezinárodních standardů finančního výkaznictví, za rok 2011

Přílohy

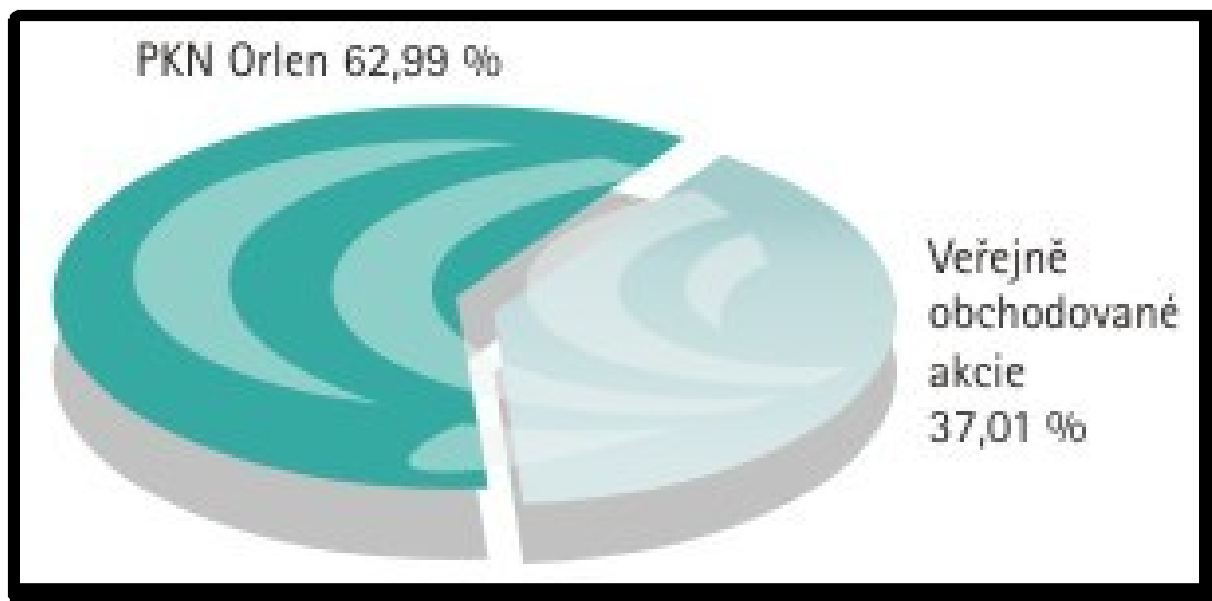
Příloha č. 1 Deset největších obchodních transakcí v ČR v roce 2011

Cílová firma (stát)	Kupující (stát)	Hodnota transakce (mil. USD)
Forum Nova Karolina Ostrava a Forum Ústí nad Labem (Česká republika)	Hospitals & Healthcare of Ontarin Pension Plans; Meyer Bergman limited (Kanada/Británie)	403
Olympia Shopping Centre Brno (Česká republika)	The ECE European Prime Shopping Centre Fund (Německo)	354
Office Star (Česká republika)	Czech Property Investments (Česká republika)	291
Palace Flora Commercial and Office Complex (Česká republika)	Atrium European Real Estate Limited (Česká republika)	291
Eldorado (Rusko)	PPF Group (Česká republika)	250
Sazka (Česká republika)	PPF Group, KKCG Group (Česká republika)	207
VZP CZ II (Česká republika)	Tristan Capital Partners (Británie)	193
Olympia Mladá Boleslav a Olympia Teplice (Česká republika)	Czech Property Investments (Česká republika)	137
Central Europe Investment Group, City Park Jihlava (Česká republika)	Czech Property Investments (Česká republika)	110
SG Equipment Finance Czech Republic (Česká republika)	Komerční banka (Česká republika)	106

Zdroj: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-cesko/c1-54720090-v-cesku-loni-ubylo-obchodu-s-firmami-ale-celkova-hodnota-vsech-transakci-stoupala>.

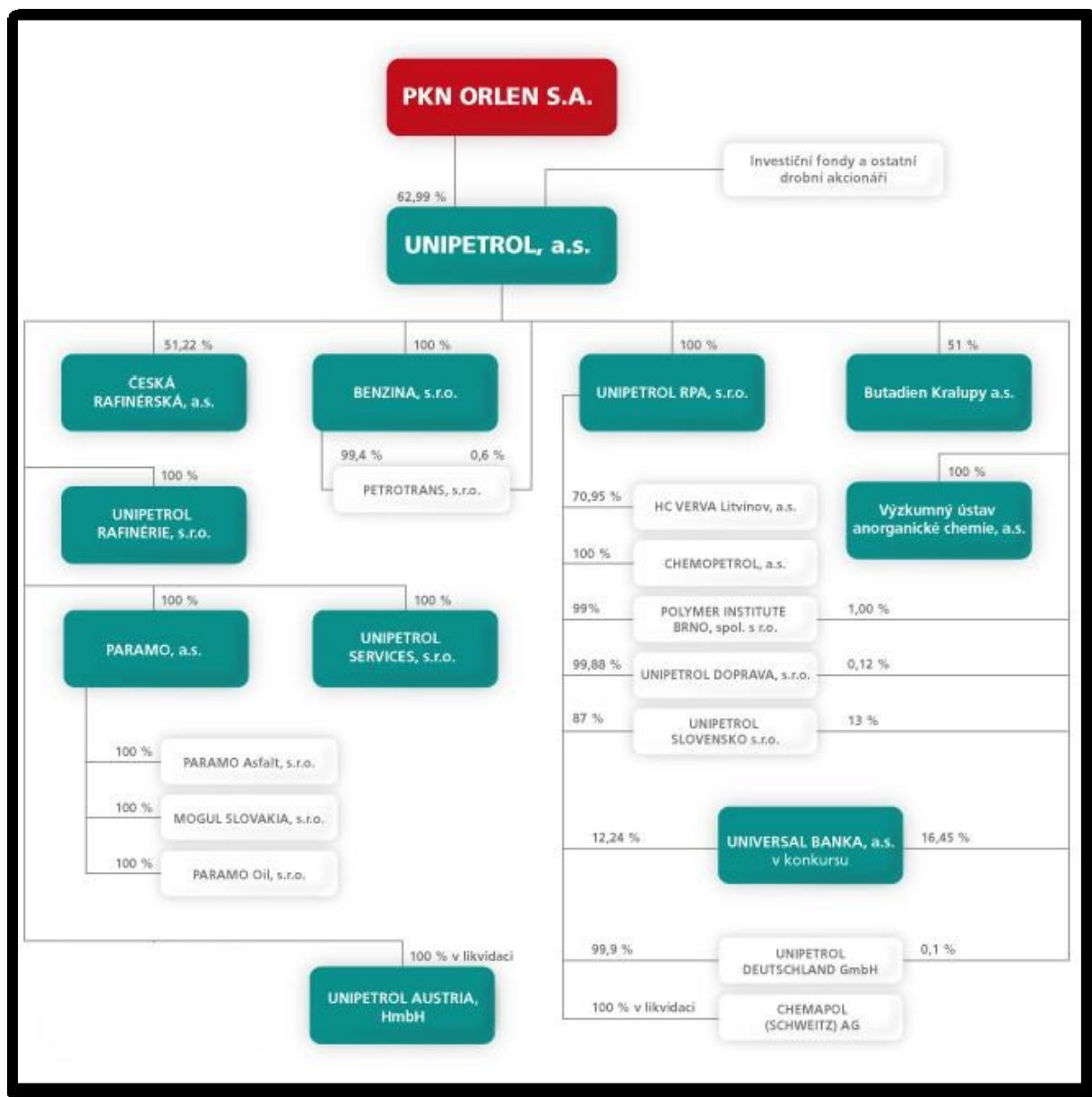
Příloha č. 2 Doplnující informace o společnosti Unipetrol, a.s.

Struktura akcionářů společnosti Unipetrol, a.s.



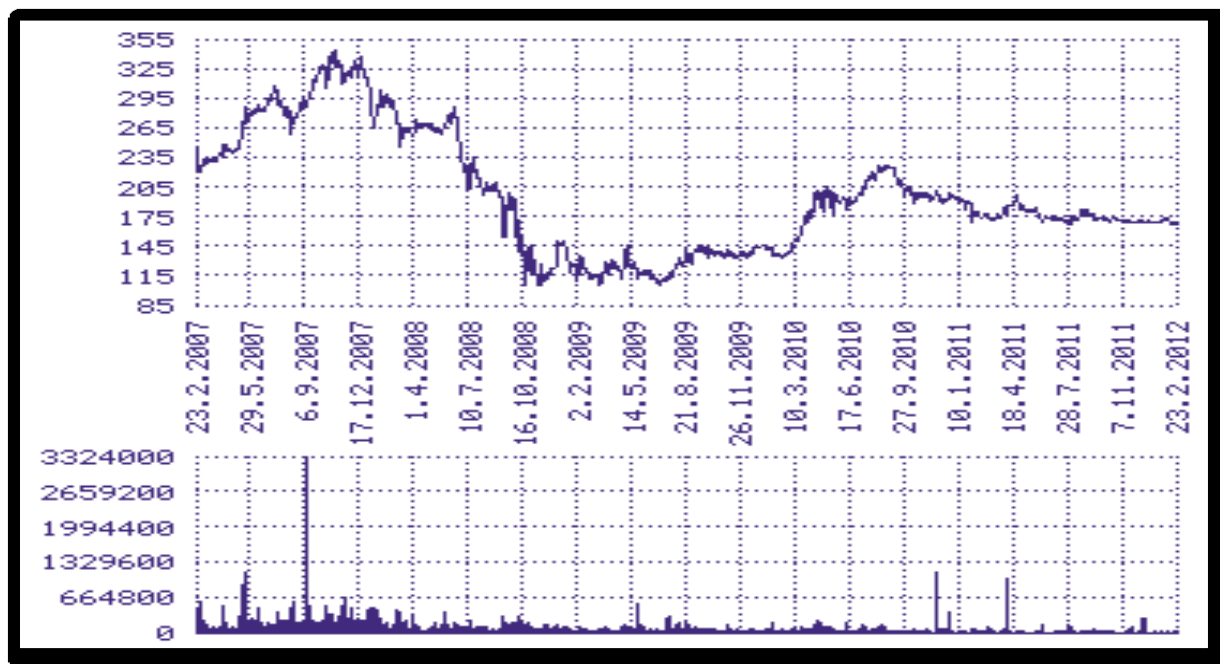
Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/o-nas/>.

Vlastnická struktura společnosti Unipetrol, a.s.



Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/o-nas/>.

Vývoj kurzu akcie společnosti Unipetrol, a.s., v období 2007 - 2012



Zdroj: <http://www.bcpg.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CZ0009091500#KL>.

Informace o emitentovi a emisi

Emitent cenného papíru	UNIPETROL, a.s.
Ulice	Na Pankráci 127
PSČ ⁴¹	140 00
Obec	Praha 4
WWW ⁴²	www.unipetrol.cz
UNIPETROL ISIN ⁴³	CZ0009091500

⁴¹ PSČ (poštovní směrovací číslo) je to číselné označení územního obvodu dodávací pošty.

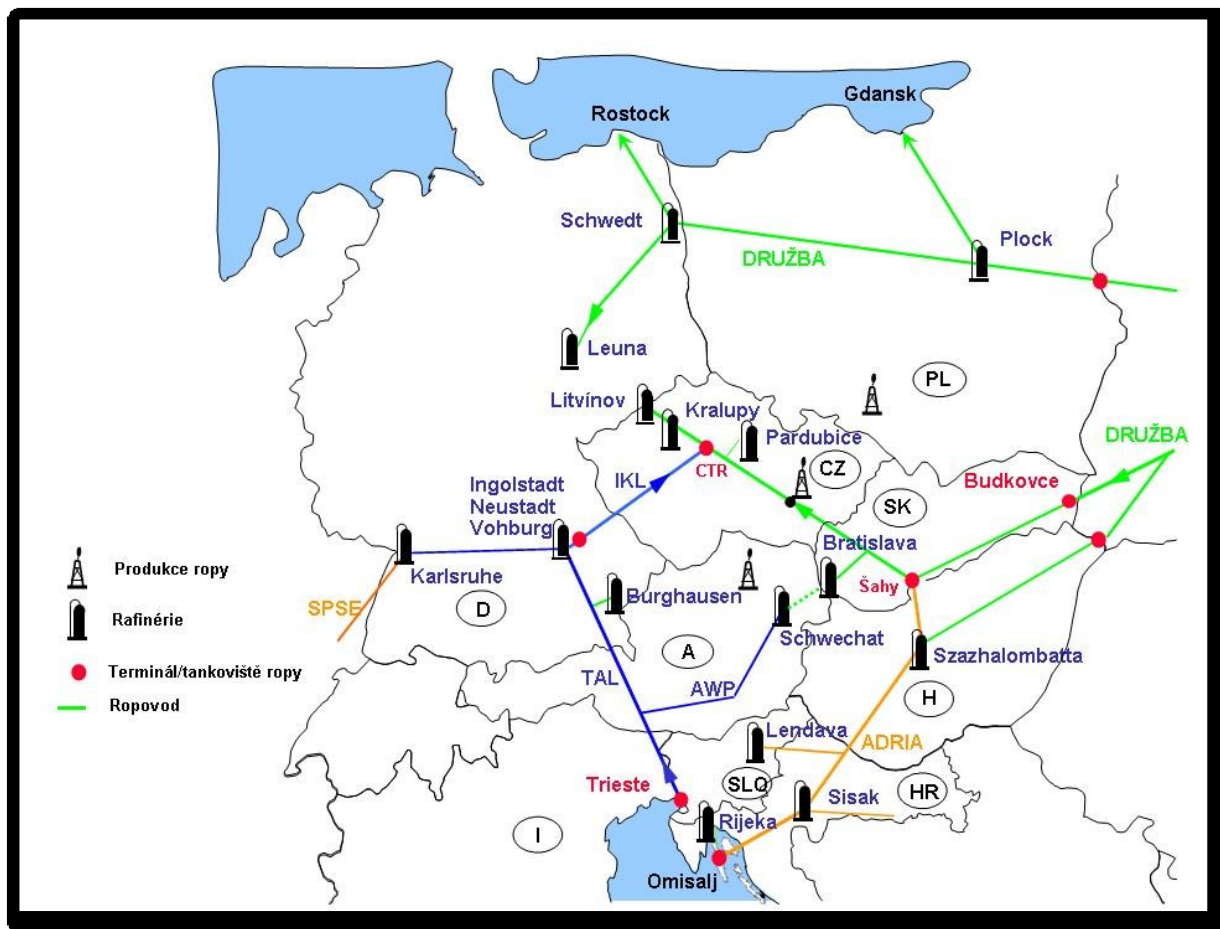
⁴² WWW (World Wide Web) je označení pro aplikace internetového protokolu HTTP. Je tím myšlena soustava propojených hypertextových dokumentů.

⁴³ ISIN (International Securities Identification Number) je mezinárodní identifikační číslo cenného papíru, které se přiděluje pro účely obchodování s ním.

Druh investičního nástroje	akcie
Forma cenného papíru	na majitele / doručitele
Podoba cenného papíru	zaknihovaný cenný papír
Jmenovitá hodnota cenného papíru [CZK]	100,000
Trh	Hlavní trh
Obchodní skupina	3
Počet kusů v emisi	181.334.764
Měna obchodování	CZK
Dividenda hrubá za období k 31. 12. 2007 [CZK]	17,65

Zdroj: <http://www.bcphp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CZ0009091500#KL>.

Mapa ropovodu Družba a ropovodu IKL



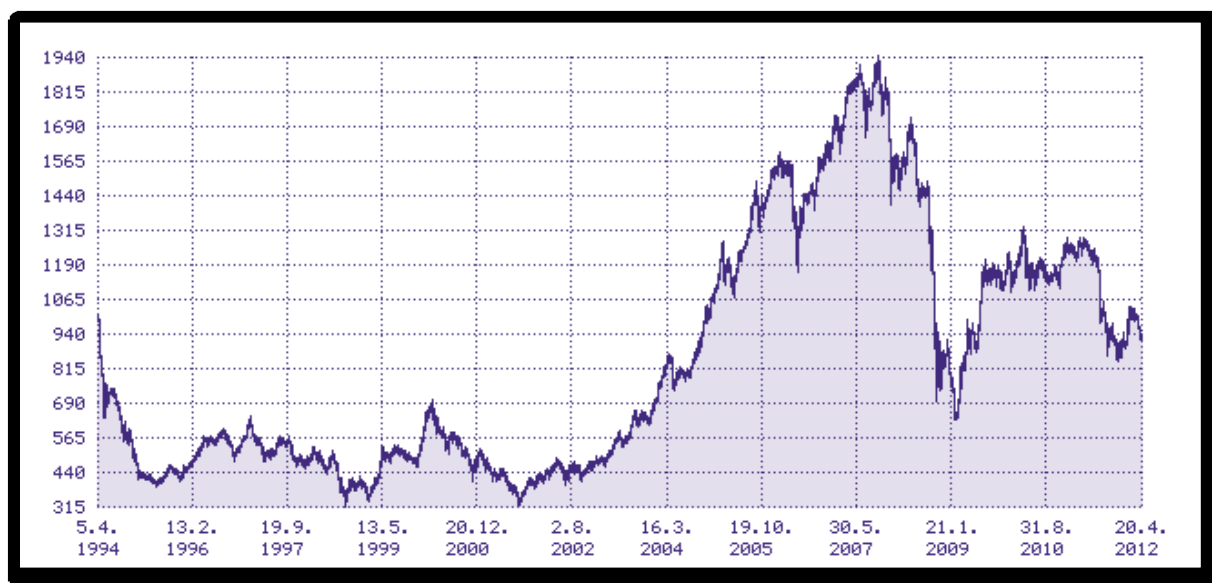
Zdroj: <http://www.petroileum.cz/doprava/>.

Příloha č. 3 Vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů České republiky v letech 2009-2011

Ukazatel		2009	2010	2011
HDP	mld. Kč, běžné ceny	3.739,2	3.775,2	3.809,3
Míra registrované nezaměstnanosti podle stávající metodiky	%, průměr	7,98	9,01	8,57
Míra inflace	%, r/r, průměr	1,0	1,5	1,9
CZK/EUR	průměr	26,445	25,290	24,586
CZK/USD	průměr	19,057	19,111	17,688
2T repo sazba	%	1,00	0,75	0,75
Diskontní sazba	%	0,25	0,25	0,25
Lombardní sazba	%	2,00	1,75	1,75

Zdroj: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/aktualniinformace>.

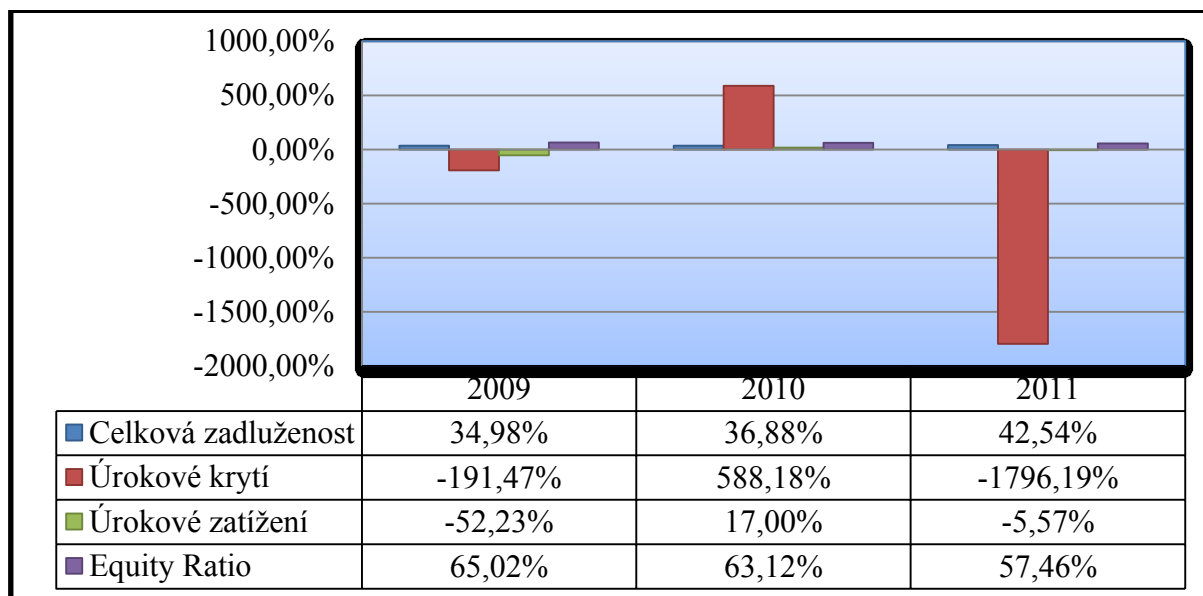
Příloha č. 4 Grafické zobrazení vývoje burzovního Indexu PX v letech 1994-2012



Zdroj: <http://www.bcpc.cz/On-Line/Indexy/>.

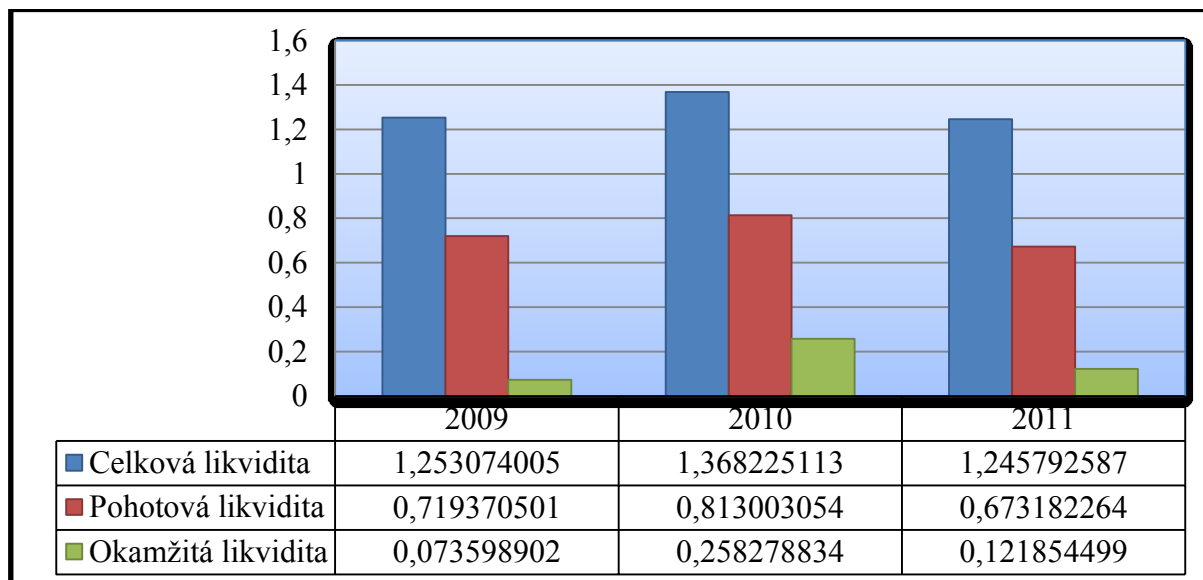
Příloha č. 5 Grafické zobrazení vývoje vybraných finančních ukazatelů společnosti
Unipetrol, a.s., v letech 2009-2011

Ukazatele zadluženosti a finanční stability



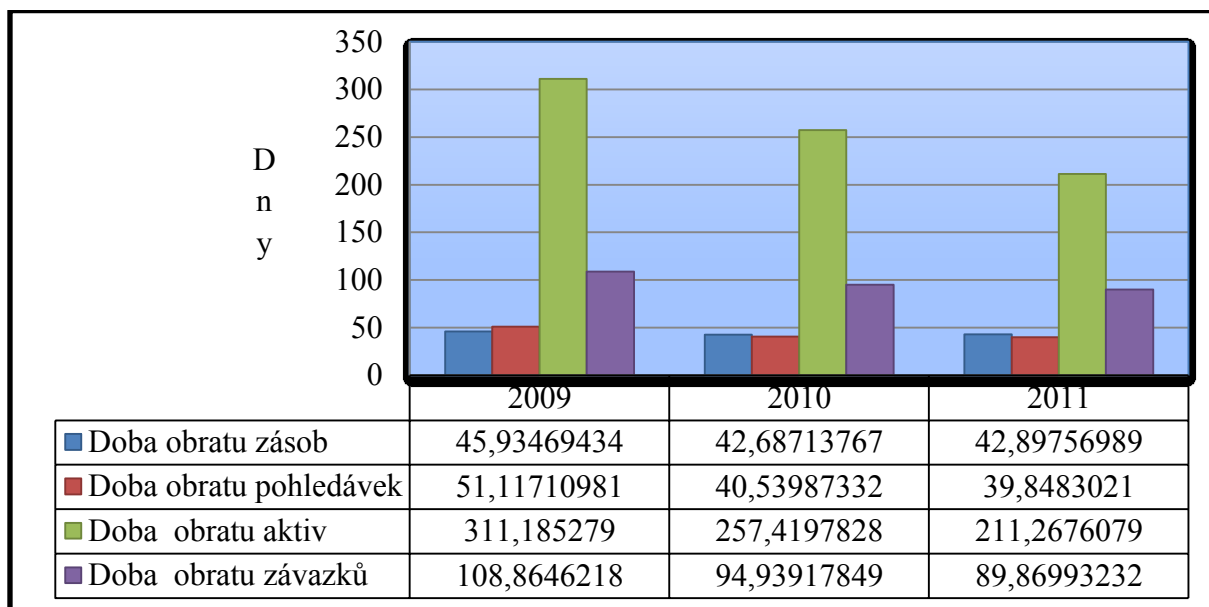
Zdroj: vlastní zpracování.

Ukazatele likvidity



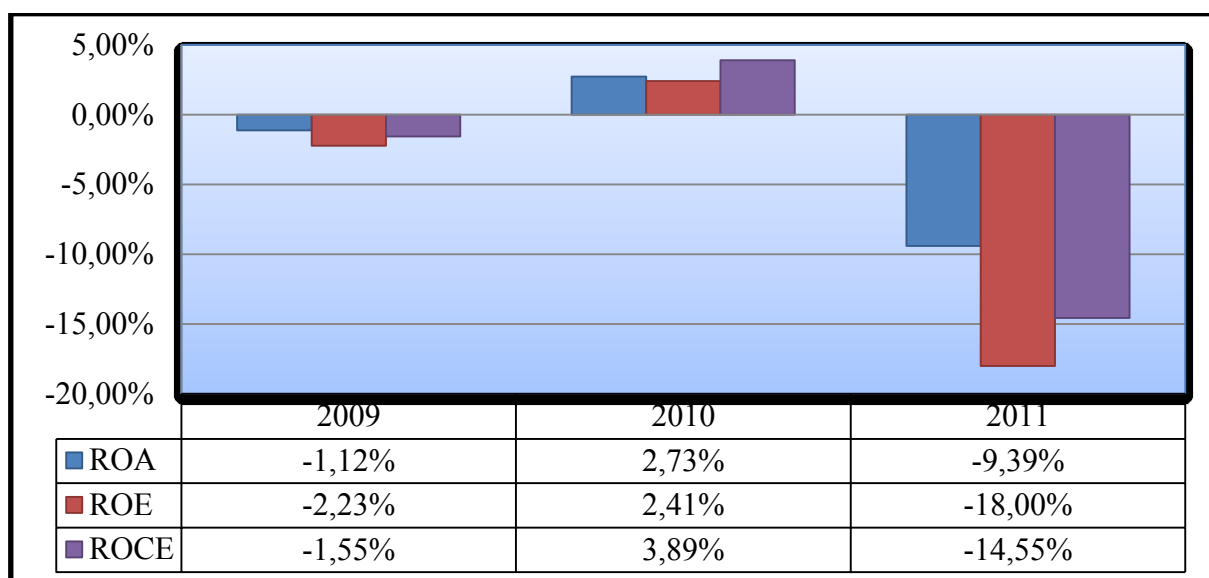
Zdroj: vlastní zpracování.

Ukazatele aktivity



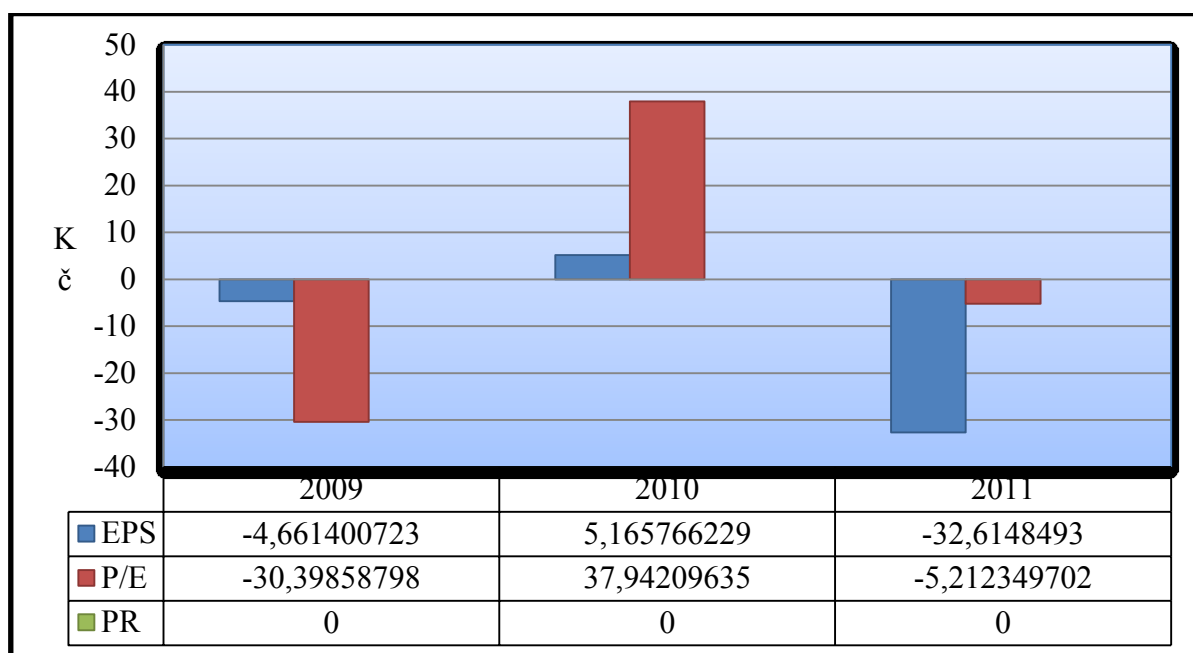
Zdroj: vlastní zpracování.

Ukazatele rentability



Zdroj: vlastní zpracování.

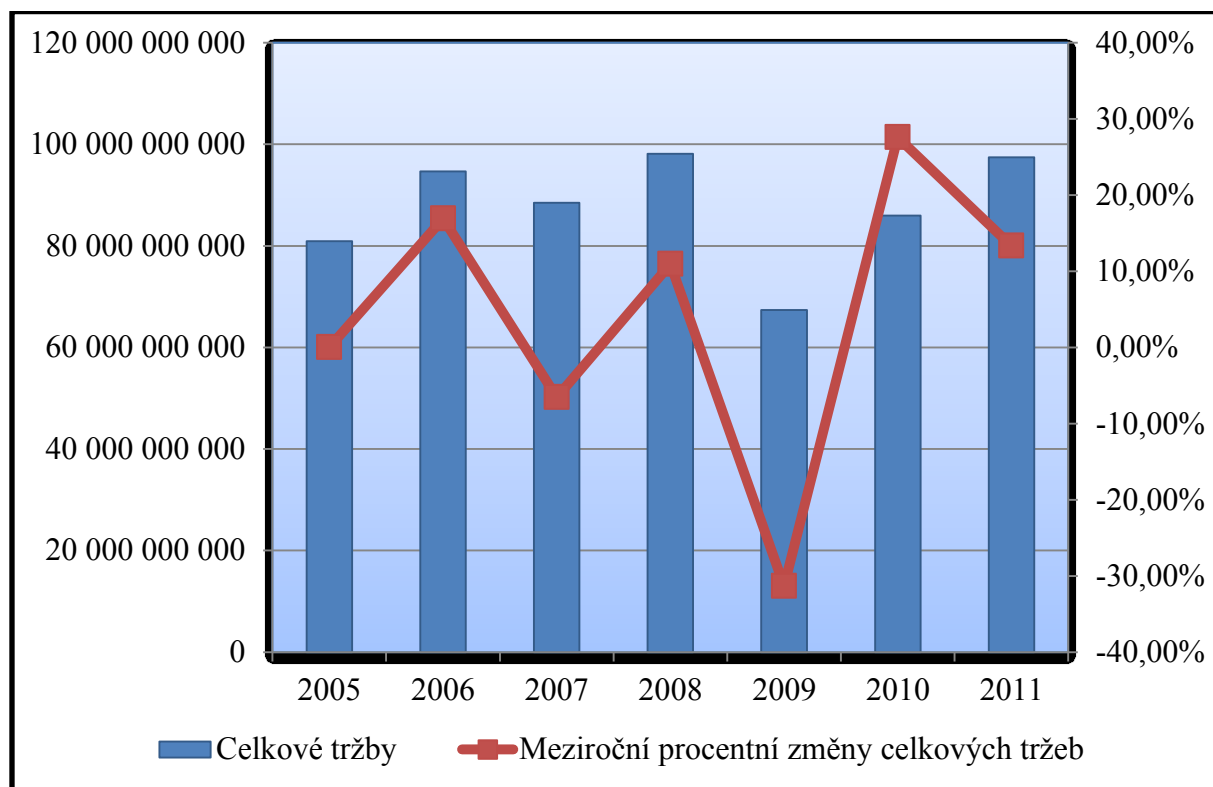
Ukazatele kapitálového trhu



Zdroj: vlastní zpracování.

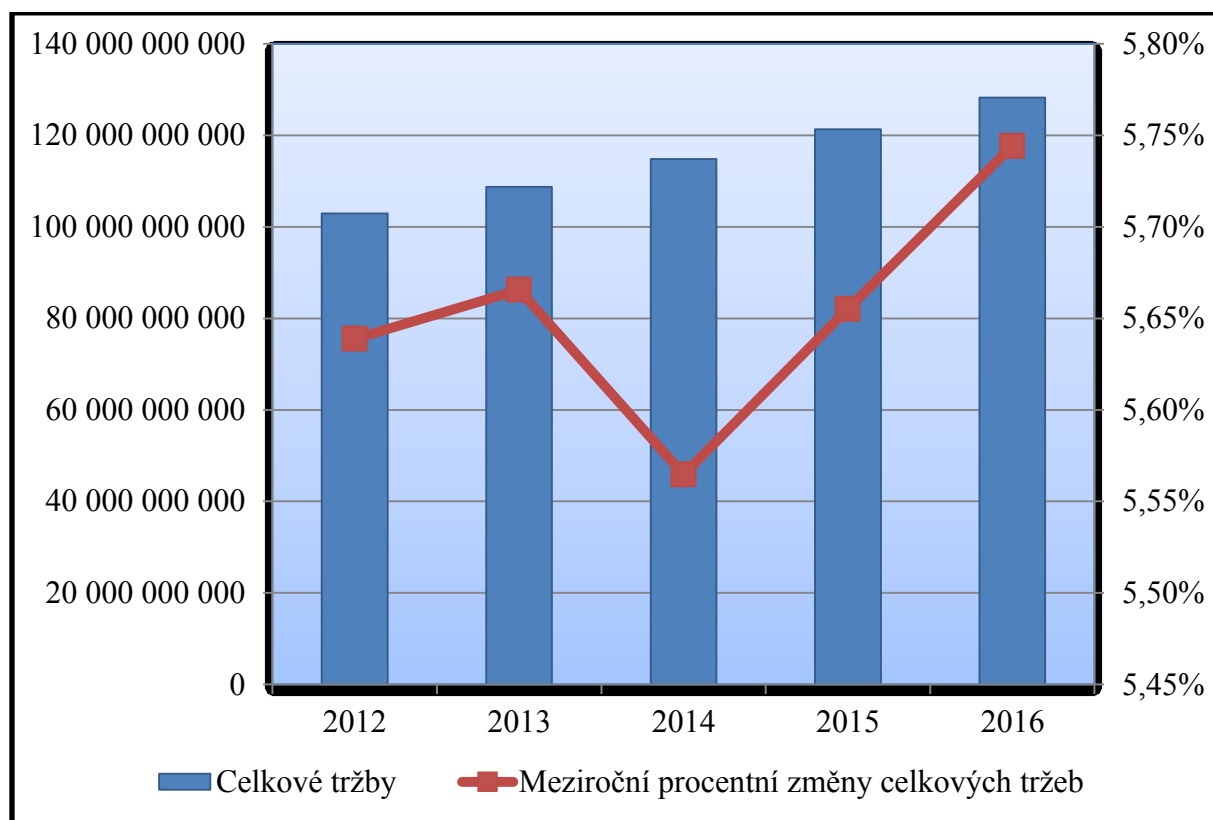
Příloha č. 6 Grafická prezentace vývoje a meziročních procentních změn celkových tržeb společnosti Unipetrol, a.s., v letech 2005-2011 a 2012-2016.

Vývoj a meziroční procentní změny celkových tržeb společnosti Unipetrol, a.s., v letech 2005-2011



Zdroj: vlastní zpracování.

Předpokládaný vývoj celkových tržeb a meziročních procentních změn celkových tržeb společnosti Unipetrol, a.s., v letech 2012-2016



Zdroj: vlastní zpracování.

Příloha č. 7 Plánované účetní výkazy společnosti Unipetrol, a.s.

Plánovaná rozvaha (v Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Aktiva					
Celkové investice	197.837.286	197.837.286	197.837.286	197.837.286	197.837.286
Dlouhodobá aktiva celkem	29.515.764.288	27.309.292.234	24.881.737.789	22.510.679.924	20.195.553.674
Zásoby	11.591.150.422	12.446.204.711	13.093.860.430	13.860.942.146	14.762.800.605
Celkové pohledávky	10.733.058.258	10.713.804.431	10.568.739.435	10.401.060.721	10.207.882.912
Peníze a peněžní ekvivalenty	4.447.612.328	7.235.659.027	9.677.521.831	12.282.134.286	15.060.795.807
Oběžná aktiva celkem	28.576.448.418	32.241.882.828	35.411.028.657	38.761.402.668	42.319.322.659
Aktiva celkem	58.092.212.706	59.551.175.063	60.292.766.446	61.272.082.592	62.514.876.333
Vlastní kapitál a závazky					
Základní kapitál	18.133.476.000	18.133.476.000	18.133.476.000	18.133.476.000	18.133.476.000
Fondy tvořené ze zisku	2.619.003.315	2.689.292.538	2.766.136.874	2.849.766.983	2.940.438.825
Nerozdělený zisk	13.502.934.294	14.908.718.767	16.445.605.475	18.118.207.664	19.931.644.500
Vlastní kapitál náležející akcionářům mateřské společnosti	34.255.413.609	35.731.487.305	37.345.218.348	39.101.450.647	41.005.559.325
Vlastní kapitál celkem	34.255.413.609	35.731.487.305	37.345.218.348	39.101.450.647	41.005.559.325
Úvěry a jiné zdroje financování	2.005.825.000	5.825.000	5.825.000	5.825.000	0
Dlouhodobé závazky celkem	4.670.044.185	4.413.656.891	3.750.209.013	3.115.920.289	2.519.412.532
Úvěry a jiné zdroje financování	743.209.603	741.478.163	634.485.557	557.685.702	501.357.669

Krátkodobé závazky celkem	19.166.754.912	19.406.030.867	19.197.339.085	19.054.711.656	18.989.904.476
Závazky celkem	23.836.799.097	23.819.687.757	22.947.548.098	22.170.631.945	21.509.317.008
Vlastní kapitál a závazky celkem	58.092.212.706	59.551.175.063	60.292.766.446	61.272.082.592	62.514.876.333

Zdroj: vlastní zpracování.

Plánovaný výkaz zisku a ztráty (v Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Výnosy	102.922.588.222	108.746.432.977	114.800.297.827	121.292.443.467	128.256.799.286
Náklady na prodej	- 95.480.513.469	- 100.883.250.586	- 106.499.375.622	- 112.522.090.460	- 118.982.871.139
Hrubý zisk	7.442.074.752	7.863.182.390	8.300.922.206	8.770.353.008	9.273.928.146
Provozní ziskové rozpětí	1,78 %	1,78 %	1,78 %	1,78 %	1,78 %
EBIT	1.830.906.359	1.934.507.663	2.042.200.832	2.157.690.647	2.281.580.685
Provozní náklady (celkové náklady)	- 101.091.681.863	- 106.811.925.313	- 112.758.096.996	- 119.134.752.820	- 125.975.218.600
Úroky	245.861.551	198.971.277	144.809.835	92.749.673	42.769.777
EBT	1.585.044.808	1.735.536.386	1.897.390.997	2.064.940.975	2.238.810.908
Daň	301.158.513	329.751.913	360.504.289	392.338.785	425.374.073
EAT	1.283.886.294	1.405.784.473	1.536.886.707	1.672.602.190	1.813.436.836

Zdroj: vlastní zpracování.

Plánovaný výkaz peněžních toků (v Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
EAT	1.283.886.294	1.405.784.473	1.536.886.707	1.672.602.190	1.813.436.836
Odpisy	2.941.402.616	2.781.205.754	2.613.918.944	2.449.296.228	2.287.310.965
Změna stavu zásob	- 18.312.578	855.054.289	647.655.719	767.081.717	901.858.459
Změna stavu pohledávek	- 51.174.742	- 19.253.827	- 145.064.996	- 167.678.714	- 193.177.809
Změna stavu krátkodobých závazků	- 1.107.876.088	239.275.955	- 208.691.781	- 142.627.429	- 64.807.181
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	3.186.900.142	3.590.465.720	3.439.523.147	3.379.867.985	3.327.259.970
Změna dlouhodobých aktiv	- 2.402.064.712	- 2.206.472.054	- 2.427.554.445	- 2.371.057.865	- 2.315.126.251
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	- 2.402.064.712	- 2.206.472.054	- 2.427.554.445	- 2.371.057.865	- 2.315.126.251
Změny bankovních úvěrů	- 91.664.397	- 1.731.440	- 106.992.605	- 76.799.855	- 46.909.033
Změny nerozděleného zisku	1.283.886.294	1.405.784.473	1.536.886.707	1.672.602.190	1.813.436.836
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	1.192.221.897	1.404.053.033	1.429.894.102	1.595.802.334	1.766.527.802
Čisté zvýšení (snížení) peněz a peněžních ekvivalentů	1.977.057.328	2.788.046.699	2.441.862.804	2.604.612.455	2.778.661.522

Zdroj: vlastní zpracování.

Příloha č. 8 Výsledky analýzy citlivosti hodnoty firmy vypočítanou dle metody *EVA-Entity*

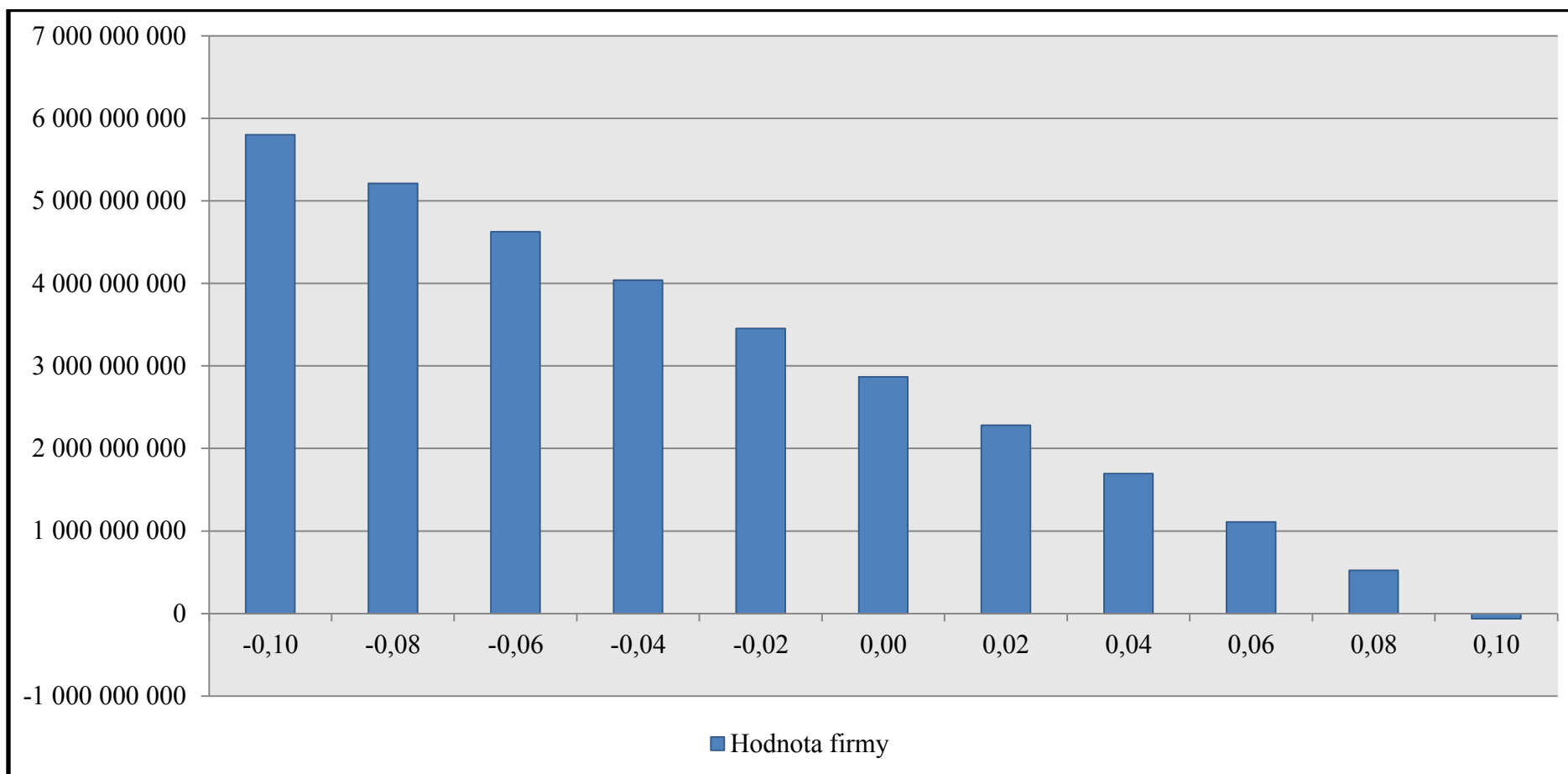
Níže představené tabulky zachycují změny hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., zjištěné aplikací metody *EVA-Entity*, vlivem změn hodnot jednotlivých faktorů, zejména čisté operační aktivity *NOA*, čistého provozního zisku po zdanění *NOPAT*, ekonomické přidané hodnoty *EVA* a průměrných vážených nákladů kapitálu *WACC* o určitou výši koeficientu α (%).

Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot ukazatele *NOA* o určitou výši koeficientu α (v tis. Kč)

alfa (%)	<i>NOA</i>					Hodnota firmy	Procentní změna	Absolutní změna
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	34.455.333	35.323.840	35.960.070	36.747.432	37.784.220	5.800.339	102,22 %	2.931.967
- 0,08	35.221.008	36.108.814	36.759.183	37.564.042	38.623.869	5.213.945	81,77 %	2.345.574
- 0,06	35.986.682	36.893.788	37.558.296	38.380.652	39.463.519	4.627.552	61,33 %	1.759.180
- 0,04	36.752.356	37.678.762	38.357.408	39.197.261	40.303.168	4.041.158	40,89 %	1.172.787
- 0,02	37.900.867	38.856.224	39.556.077	40.422.176	41.562.642	3.161.568	20,44 %	586.393
0,00	38.283.704	39.248.711	39.955.634	40.830.480	41.982.467	2.868.371	0,00 %	0
0,02	39.049.378	40.033.685	40.754.746	41.647.090	42.822.116	2.281.978	- 20,44 %	- 586.393
0,04	39.815.052	40.818.659	41.553.859	42.463.700	43.661.765	1.695.584	- 40,89 %	- 1.172.787
0,06	40.580.726	41.603.633	42.352.972	43.280.309	44.501.415	1.109.191	- 61,33 %	- 1.759.180
0,08	41.346.400	42.388.608	43.152.084	44.096.919	45.341.064	522.797	- 81,77 %	- 2.345.574
0,10	42.112.074	43.173.582	43.951.197	44.913.528	46.180.713	- 63.595	- 102,22 %	- 2.931.967

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot ukazatele *NOA*



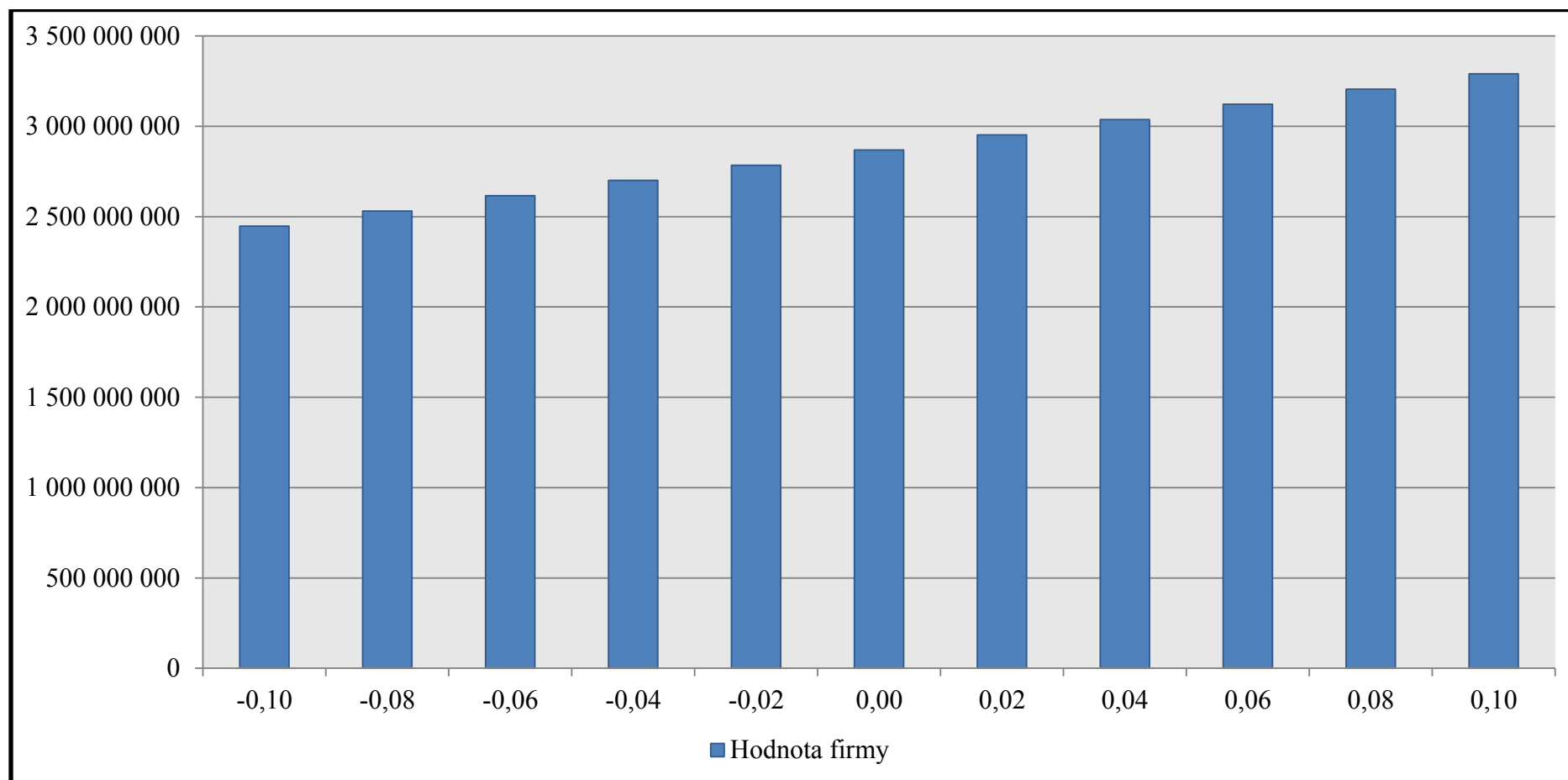
Zdroj: vlastní zpracování.

Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot ukazatele *NOPAT* o určitou výši koeficientu α (v Kč)

alfa (%)	<i>NOPAT</i>					Hodnota firmy	Procentní změna	Absolutní změna
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	1.265.343.240	1.340.868.591	1.419.376.911	1.503.568.986	1.663.272.320	2.446.643.118	- 14,70 %	- 421.728.529
- 0,08	1.293.461.978	1.370.665.671	1.450.918.620	1.536.981.630	1.700.233.927	2.530.988.824	- 11,76 %	- 337.382.823
- 0,06	1.321.580.717	1.400.462.750	1.482.460.329	1.570.394.275	1.737.195.534	2.615.334.530	- 8,82 %	- 253.037.117
- 0,04	1.349.699.456	1.430.259.830	1.514.002.038	1.603.806.919	1.774.157.141	2.699.680.236	- 5,88 %	- 168.691.412
- 0,02	1.377.818.194	1.460.056.910	1.545.543.747	1.637.219.563	1.811.118.748	2.784.025.942	- 2,94 %	- 84.345.706
0,00	1.405.936.933	1.489.853.990	1.577.085.456	1.670.632.207	1.848.080.355	2.868.371.647	0,00 %	0
0,02	1.434.055.672	1.519.651.069	1.608.627.165	1.704.044.851	1.885.041.962	2.952.717.353	2,94 %	84.345.706
0,04	1.462.174.410	1.549.448.149	1.640.168.875	1.737.457.495	1.922.003.569	3.037.063.059	5,88 %	168.691.412
0,06	1.490.293.149	1.579.245.229	1.671.710.584	1.770.870.139	1.958.965.176	3.121.408.765	8,82 %	253.037.117
0,08	1.518.411.888	1.609.042.309	1.703.252.293	1.804.282.783	1.995.926.783	3.205.754.471	11,76 %	337.382.823
0,10	1.546.530.626	1.638.839.389	1.734.794.002	1.837.695.428	2.032.888.391	3.290.100.176	14,70 %	421.728.529

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot ukazatele *NOPAT*



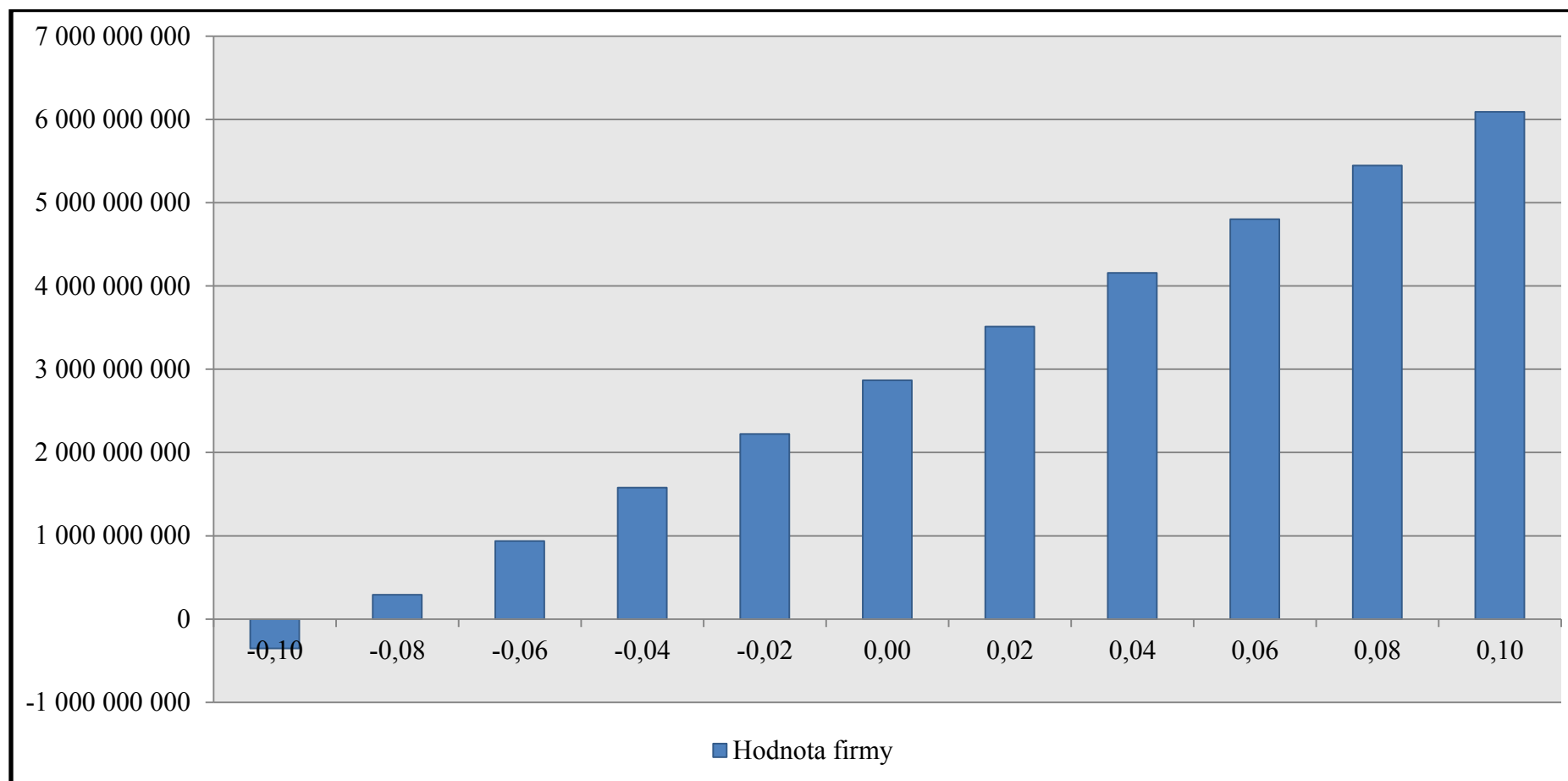
Zdroj: vlastní zpracování.

Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot ukazatele *EVA* o určitou výši koeficientu α (v Kč)

alfa (%)	<i>EVA</i>					Hodnota firmy	Procentní změna	Absolutní změna
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	- 8.181.945.972	- 13.229.413.160	- 14.276.466.386	- 15.788.749.372	- 18.076.960.437	- 353.795.188	- 112,33 %	- 3.222.166.835
- 0,08	- 8.033.183.318	- 12.988.878.375	- 14.016.894.270	- 15.501.681.202	- 17.748.288.429	290.638.179	- 89,87 %	- 2.577.733.468
- 0,06	- 7.884.420.664	- 12.748.343.591	- 13.757.322.154	- 15.214.613.031	- 17.419.616.421	935.071.546	- 67,40 %	- 1.933.300.101
- 0,04	- 7.735.658.010	- 12.507.808.806	- 13.497.750.037	- 14.927.544.861	- 17.090.944.413	1.579.504.913	- 44,93 %	- 1.288.866.734
- 0,02	- 7.586.895.356	- 12.267.274.021	- 13.238.177.921	- 14.640.476.691	- 16.762.272.405	2.223.938.280	- 22,47 %	- 644.433.367
0,00	- 7.438.132.702	- 12.026.739.236	- 12.978.605.805	- 14.353.408.520	- 16.433.600.397	2.868.371.647	0,00 %	0
0,02	- 7.289.370.048	- 11.786.204.452	- 12.719.033.689	- 14.066.340.350	- 16.104.928.389	3.512.805.014	22,47 %	644.433.367
0,04	- 7.140.607.394	- 11.545.669.667	- 12.459.461.573	- 13.779.272.179	- 15.776.256.381	4.157.238.382	44,93 %	1.288.866.734
0,06	- 6.991.844.740	- 11.305.134.882	- 12.199.889.457	- 13.492.204.009	- 15.447.584.373	4.801.671.749	67,40 %	1.933.300.101
0,08	- 6.843.082.086	- 11.064.600.097	- 11.940.317.341	- 13.205.135.839	- 15.118.912.365	5.446.105.116	89,87 %	2.577.733.468
0,10	- 6.694.319.432	- 10.824.065.313	- 11.680.745.225	- 12.918.067.668	- 14.790.240.357	6.090.538.483	112,33 %	3.222.166.835

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot ukazatele *EVA*



Zdroj: vlastní zpracování.

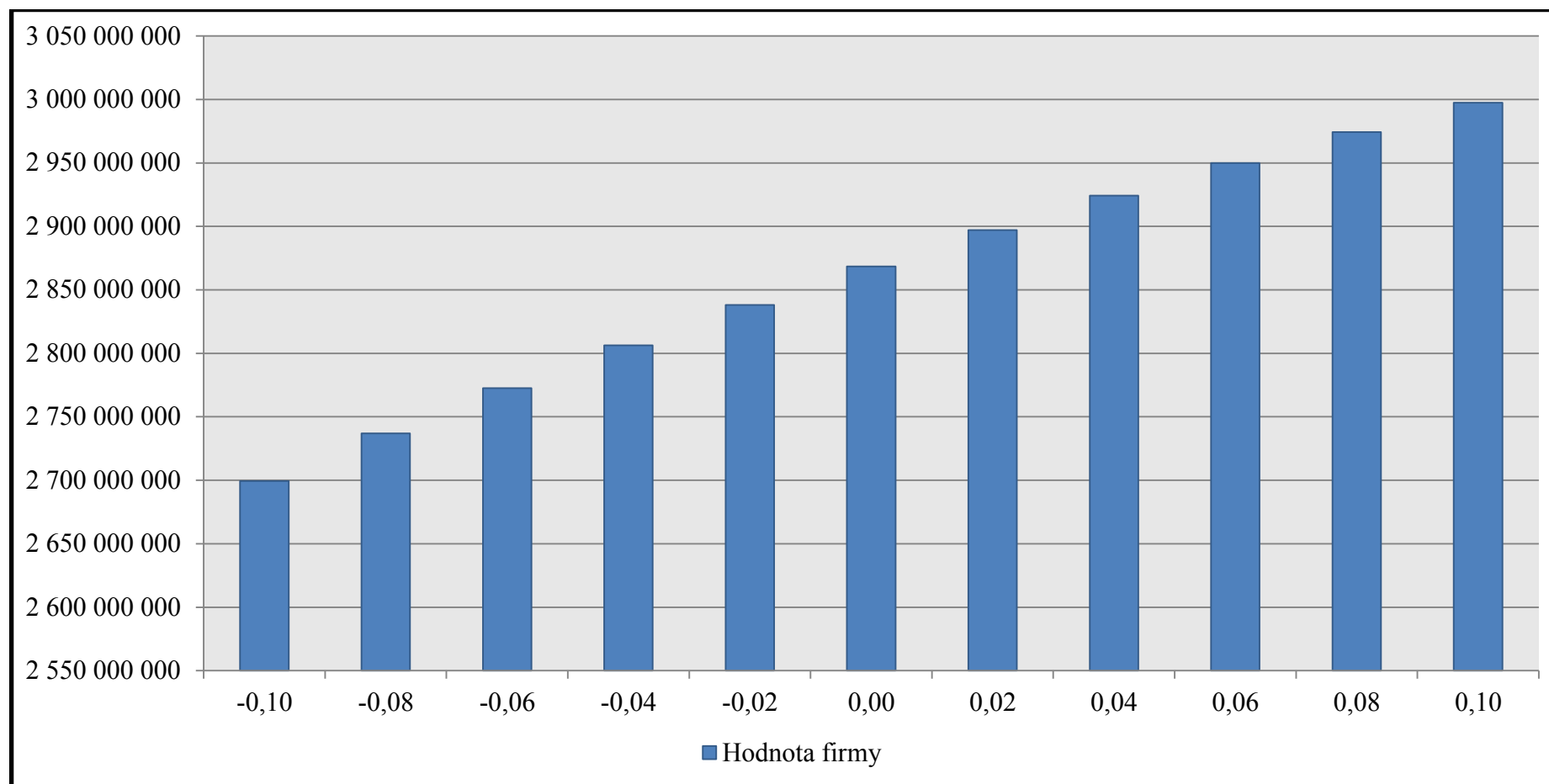
Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot ukazatele *WACC* o určitou výši koeficientu α ⁴⁴

alfa (%)	<i>WACC</i>					Hodnota firmy (v Kč)	Procentní změna	Absolutní změna (v Kč)
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	21,80 %	31,78 %	33,38 %	36,09 %	40,30 %	2.699.422.932	- 5,89 %	- 168.948.715
- 0,08	22,29 %	32,48 %	34,12 %	36,90 %	41,19 %	2.737.009.756	- 4,58 %	- 131.361.891
- 0,06	22,77 %	33,19 %	34,86 %	37,70 %	42,09 %	2.772.580.460	- 3,34 %	- 95.791.187
- 0,04	23,26 %	33,89 %	35,60 %	38,50 %	42,98 %	2.806.257.593	- 2,17 %	- 62.114.054
- 0,02	23,74 %	34,60 %	36,34 %	39,30 %	43,88 %	2.838.153.547	- 1,05 %	- 30.218.101
0,00	24,23 %	35,31 %	37,09 %	40,10 %	44,77 %	2.868.371.647	0,00 %	0
0,02	24,71 %	36,01 %	37,83 %	40,91 %	45,67 %	2.897.007.103	1,00 %	28.635.456
0,04	25,20 %	36,72 %	38,57 %	41,71 %	46,57 %	2.924.147.833	1,94 %	55.776.185
0,06	25,68 %	37,42 %	39,31 %	42,51 %	47,46 %	2.949.875.188	2,84 %	81.503.541
0,08	26,17 %	38,13 %	40,05 %	43,31 %	48,36 %	2.974.264.593	3,69 %	105.892.946
0,10	26,65 %	38,84 %	40,79 %	44,12 %	49,25 %	2.997.386.103	4,50 %	129.014.456

Zdroj: vlastní výpočty.

⁴⁴ Poznámka: hodnota firmy v případě změn hodnot ukazatele *WACC* by měla růst při poklesu hodnot *WACC*, a klesat při růstu hodnoty *WACC*. V tomto případě kvůli tomu, že *EVA* dosahuje v jednotlivých letech záporné výše, se hodnota firmy vyvíjí při změně *WACC* opačným směrem, než jakým by měla.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot ukazatele *WACC*



Zdroj: vlastní zpracování.

Příloha č. 9 Výsledky analýzy citlivosti hodnoty firmy vypočítanou dle metody *DCF-Entity*

Níže představené tabulky zachycují změny hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., zjištěné aplikací metody *DCF-Entity*, na základě změny hodnot jednotlivých faktorů, zejména čistého zisku po zdanění *EAT*, odpisů, čistého pracovního kapitálu *ČPK*, investic, volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele *FCFF* a průměrných vážených nákladů kapitálu *WACC* o určitou výši koeficientu α (%).

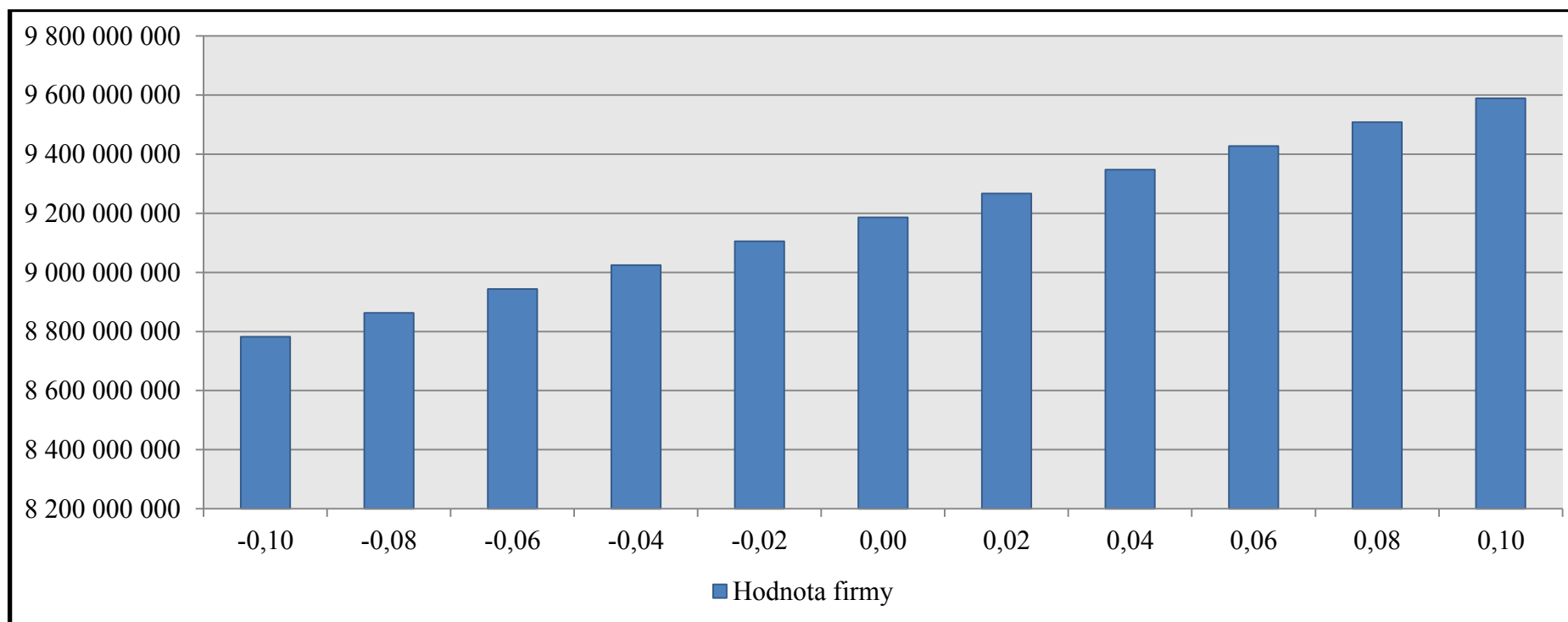
Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot ukazatele *EAT* o určitou výši koeficientu α (v Kč)

alfa (%)	<i>EAT</i>					Hodnota firmy	Procentní změna	Absolutní změna
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	1.155.497.665	1.265.206.026	1.383.198.037	1.505.341.971	1.632.093.152	8.782.214.033	- 4,39 %	- 403.504.241
- 0,08	1.181.175.391	1.293.321.715	1.413.935.771	1.538.794.014	1.668.361.889	8.862.914.881	- 3,51 %	- 322.803.393
- 0,06	1.206.853.117	1.321.437.404	1.444.673.505	1.572.246.058	1.704.630.625	8.943.615.730	- 2,64 %	- 242.102.545
- 0,04	1.232.530.843	1.349.553.094	1.475.411.239	1.605.698.102	1.740.899.362	9.024.316.578	- 1,76 %	- 161.401.697
- 0,02	1.258.208.568	1.377.668.783	1.506.148.973	1.639.150.146	1.777.168.099	9.105.017.426	- 0,88 %	- 80.700.848
0,00	1.283.886.294	1.405.784.473	1.536.886.707	1.672.602.190	1.813.436.836	9.185.718.274	0,00 %	0
0,02	1.309.564.020	1.433.900.162	1.567.624.442	1.706.054.233	1.849.705.572	9.266.419.123	0,88 %	80.700.848
0,04	1.335.241.746	1.462.015.852	1.598.362.176	1.739.506.277	1.885.974.309	9.347.119.971	1,76 %	161.401.697
0,06	1.360.919.472	1.490.131.541	1.629.099.910	1.772.958.321	1.922.243.046	9.427.820.819	2,64 %	242.102.545
0,08	1.386.597.198	1.518.247.231	1.659.837.644	1.806.410.365	1.958.511.782	9.508.521.667	3,51 %	322.803.393

0,10	1.412.274.924	1.546.362.920	1.690.575.378	1.839.862.408	1.994.780.519	9.589.222.516	4,39 %	403.504.241
------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	--------	-------------

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot ukazatele *EAT*



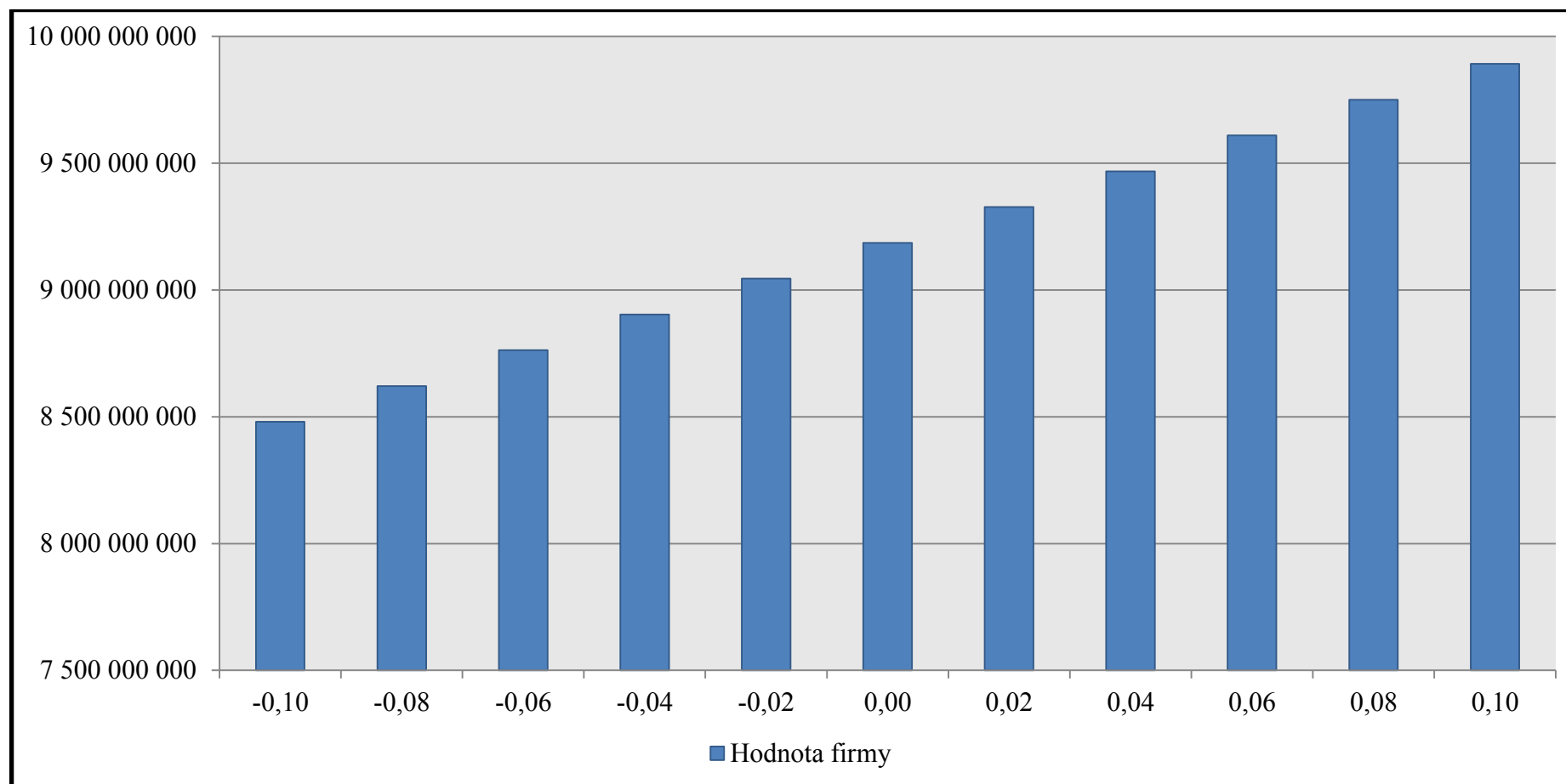
Zdroj: vlastní zpracování.

Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot odpisů o určitou výši koeficientu α (v Kč)

alfa (%)	Odpisy					Hodnota firmy	Procentní změna	Absolutní změna
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	2.647.262.354	2.503.085.179	2.352.527.050	2.204.366.605	2.058.579.868	8.480.258.931	- 7,68 %	- 705.459.344
- 0,08	2.706.090.407	2.558.709.294	2.404.805.428	2.253.352.530	2.104.326.088	8.621.350.799	- 6,14 %	- 564.367.475
- 0,06	2.764.918.459	2.614.333.409	2.457.083.807	2.302.338.454	2.150.072.307	8.762.442.668	- 4,61 %	- 423.275.606
- 0,04	2.823.746.511	2.669.957.524	2.509.362.186	2.351.324.379	2.195.818.526	8.903.534.537	- 3,07 %	- 282.183.737
- 0,02	2.882.574.564	2.725.581.639	2.561.640.565	2.400.310.303	2.241.564.746	9.044.626.406	- 1,54 %	- 141.091.869
0,00	2.941.402.616	2.781.205.754	2.613.918.944	2.449.296.228	2.287.310.965	9.185.718.274	0,00 %	0
0,02	3.000.230.668	2.836.829.869	2.666.197.323	2.498.282.152	2.333.057.184	9.326.810.143	1,54 %	141.091.869
0,04	3.059.058.721	2.892.453.984	2.718.475.702	2.547.268.077	2.378.803.403	9.467.902.012	3,07 %	282.183.737
0,06	3.117.886.773	2.948.078.099	2.770.754.081	2.596.254.002	2.424.549.623	9.608.993.881	4,61 %	423.275.606
0,08	3.176.714.825	3.003.702.215	2.823.032.460	2.645.239.926	2.470.295.842	9.750.085.749	6,14 %	564.367.475
0,10	3.235.542.878	3.059.326.330	2.875.310.838	2.694.225.851	2.516.042.061	9.891.177.618	7,68 %	705.459.344

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot odpisů



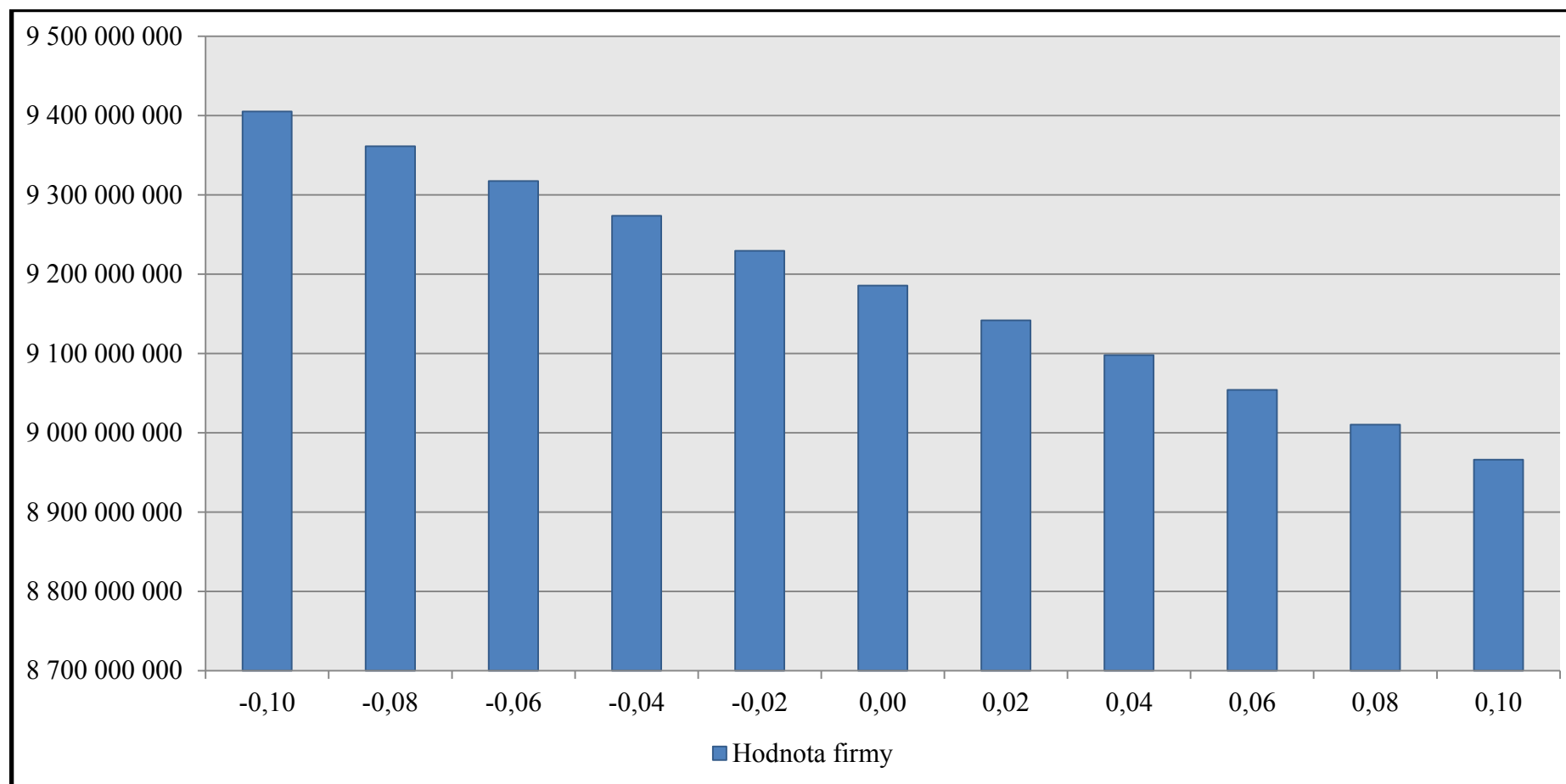
Zdroj: vlastní zpracování.

Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot ukazatele *ČPK* o určitou výši koeficientu α (v Kč)

alfa (%)	Změna ČPK					Hodnota firmy	Procentní změna	Absolutní změna
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	- 1.295.099.750	967.568.775	264.509.047	411.098.017	579.486.122	9.405.192.598	2,39 %	219.474.324
- 0,08	- 1.271.552.482	989.070.304	270.387.026	420.233.528	592.363.592	9.361.297.734	1,91 %	175.579.459
- 0,06	- 1.248.005.213	1.010.571.832	276.265.005	429.369.040	605.241.061	9.317.402.869	1,43 %	131.684.594
- 0,04	- 1.224.457.945	1.032.073.360	282.142.984	438.504.551	618.118.530	9.273.508.004	0,96 %	87.789.730
- 0,02	- 1.200.910.677	1.053.574.889	288.020.963	447.640.062	630.996.000	9.229.613.139	0,48 %	43.894.865
0,00	- 1.177.363.409	1.075.076.417	293.898.941	456.775.574	643.873.469	9.185.718.274	0,00%	0
0,02	- 1.153.816.141	1.096.577.945	299.776.920	465.911.085	656.750.938	9.141.823.410	- 0,48 %	- 43.894.865
0,04	- 1.130.268.872	1.118.079.474	305.654.899	475.046.597	669.628.408	9.097.928.545	- 0,96 %	- 87.789.730
0,06	- 1.106.721.604	1.139.581.002	311.532.878	484.182.108	682.505.877	9.054.033.680	- 1,43 %	- 131.684.594
0,08	- 1.083.174.336	1.161.082.530	317.410.857	493.317.620	695.383.347	9.010.138.815	- 1,91 %	- 175.579.459
0,10	- 1.059.627.068	1.182.584.059	323.288.835	502.453.131	708.260.816	8.966.243.950	- 2,39 %	- 219.474.324

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot ukazatele ČPK



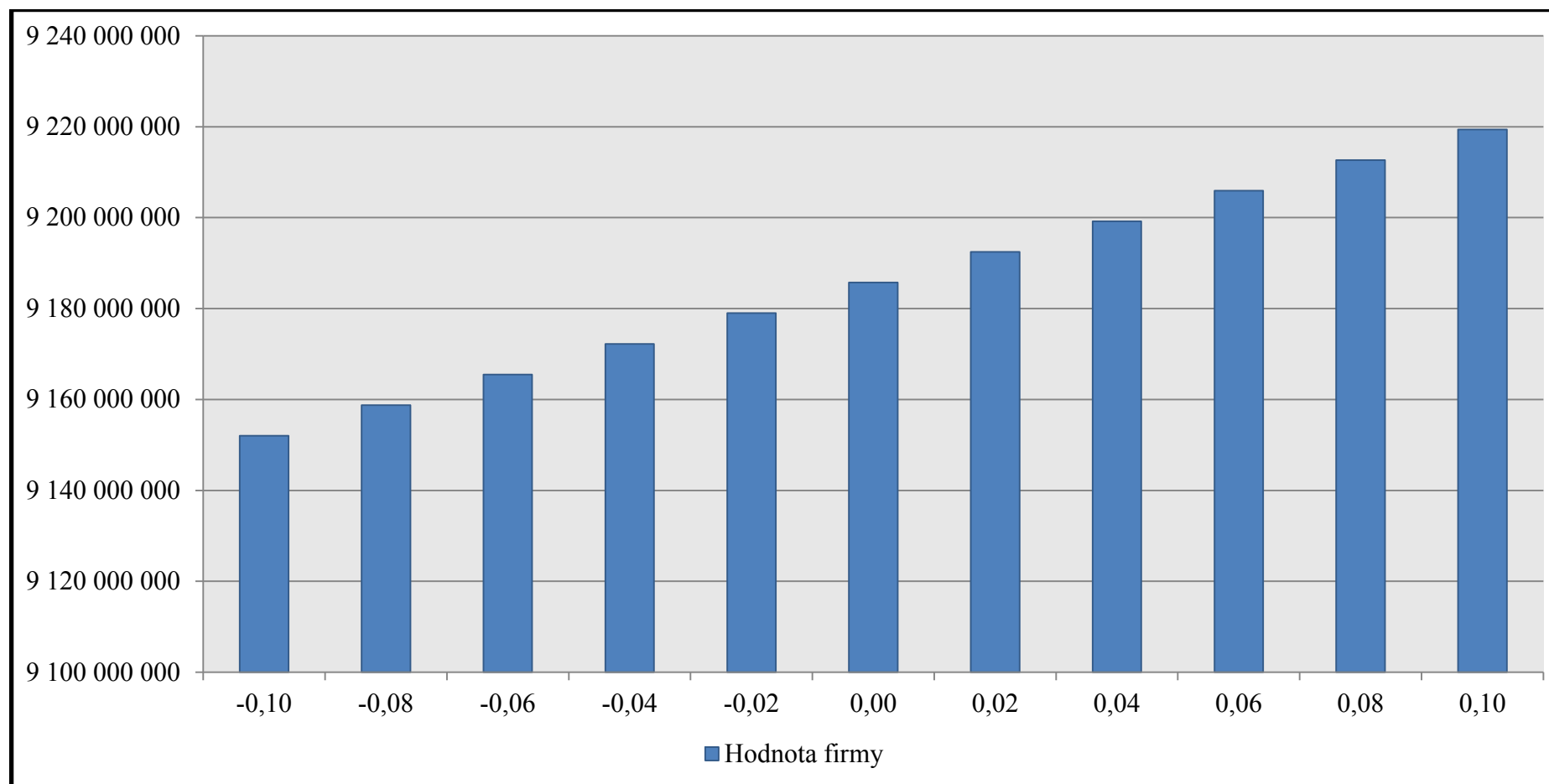
Zdroj: vlastní zpracování.

Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot úroků o určitou výši koeficientu α (v Kč)

alfa (%)	Úroky					Hodnota firmy	Procentní změna	Absolutní změna
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	221.275.396	179.074.149	130.328.852	83.474.705	38.492.800	9.152.028.723	- 0,37 %	- 33.689.551
- 0,08	226.192.627	183.053.575	133.225.048	85.329.699	39.348.195	9.158.766.633	- 0,29 %	- 26.951.641
- 0,06	231.109.858	187.033.000	136.121.245	87.184.692	40.203.591	9.165.504.544	- 0,22 %	- 20.213.731
- 0,04	236.027.089	191.012.426	139.017.442	89.039.686	41.058.986	9.172.242.454	- 0,15 %	- 13.475.820
- 0,02	240.944.320	194.991.851	141.913.638	90.894.679	41.914.382	9.178.980.364	- 0,07 %	- 6.737.910
0,00	245.861.551	198.971.277	144.809.835	92.749.673	42.769.777	9.185.718.274	0,00 %	0
0,02	250.778.782	202.950.703	147.706.032	94.604.666	43.625.173	9.192.456.185	0,07 %	6.737.910
0,04	255.696.013	206.930.128	150.602.228	96.459.660	44.480.568	9.199.194.095	0,15 %	13.475.820
0,06	260.613.244	210.909.554	153.498.425	98.314.653	45.335.964	9.205.932.005	0,22 %	20.213.731
0,08	265.530.475	214.888.979	156.394.622	100.169.646	46.191.359	9.212.669.915	0,29 %	26.951.641
0,10	270.447.706	218.868.405	159.290.819	102.024.640	47.046.755	9.219.407.825	0,37 %	33.689.551

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot úroků



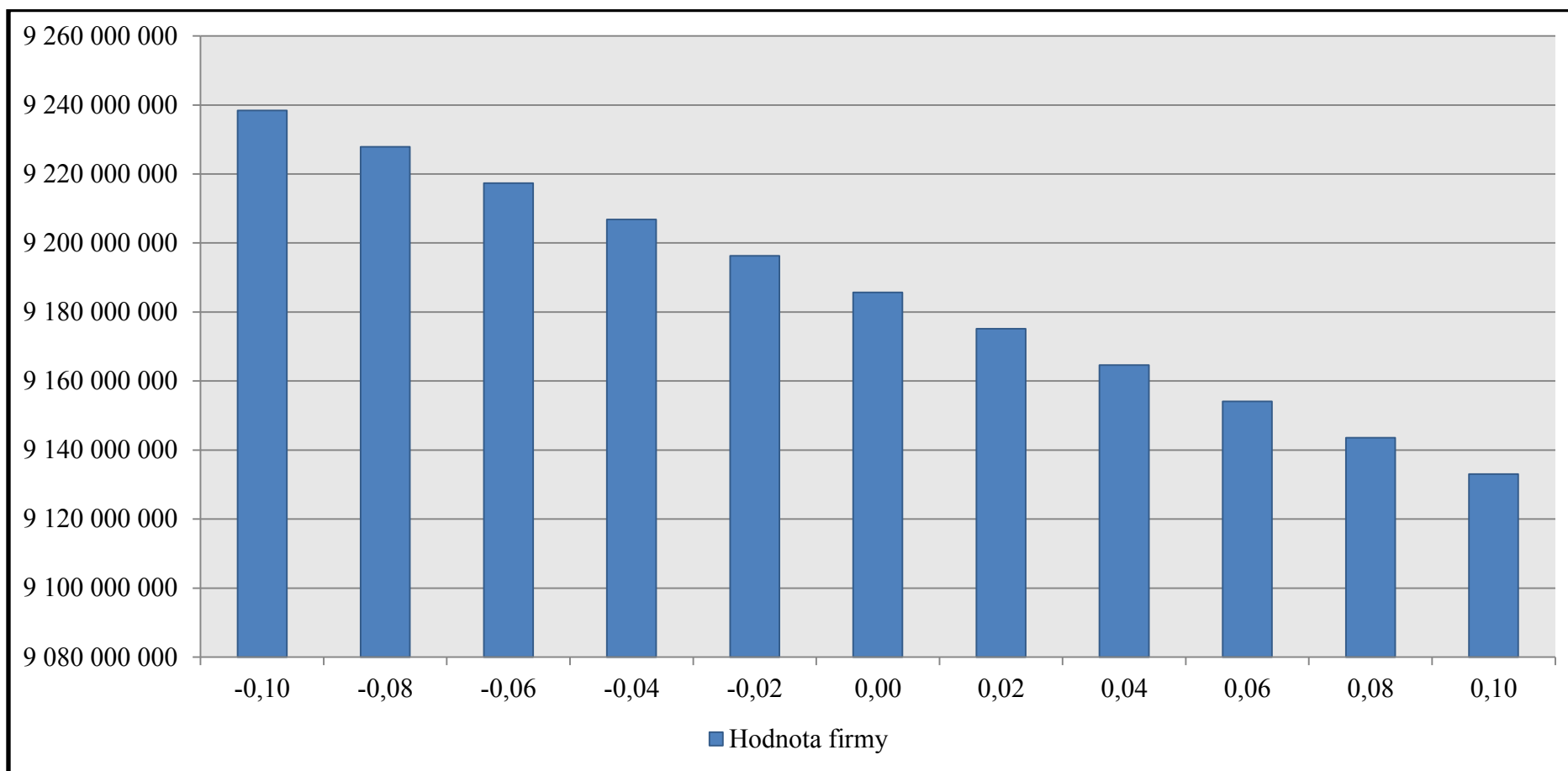
Zdroj: vlastní zpracování.

Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot investic o určitou výši koeficientu α (v Kč)

alfa (%)	Investice					Hodnota firmy	Procentní změna	Absolutní změna
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	178.053.557	178.053.557	178.053.557	178.053.557	178.053.557	9.238.388.182	0,57 %	52.669.907
- 0,08	182.010.303	182.010.303	182.010.303	182.010.303	182.010.303	9.227.854.200	0,46 %	42.135.926
- 0,06	185.967.049	185.967.049	185.967.049	185.967.049	185.967.049	9.217.320.219	0,34 %	31.601.944
- 0,04	189.923.794	189.923.794	189.923.794	189.923.794	189.923.794	9.206.786.237	0,23 %	21.067.963
- 0,02	193.880.540	193.880.540	193.880.540	193.880.540	193.880.540	9.196.252.256	0,11 %	10.533.981
0,00	197.837.286	197.837.286	197.837.286	197.837.286	197.837.286	9.185.718.274	0,00 %	0
0,02	201.794.031	201.794.031	201.794.031	201.794.031	201.794.031	9.175.184.293	- 0,11 %	- 10.533.981
0,04	205.750.777	205.750.777	205.750.777	205.750.777	205.750.777	9.164.650.311	- 0,23 %	- 21.067.963
0,06	209.707.523	209.707.523	209.707.523	209.707.523	209.707.523	9.154.116.330	- 0,34 %	- 31.601.944
0,08	213.664.269	213.664.269	213.664.269	213.664.269	213.664.269	9.143.582.349	- 0,46 %	- 42.135.926
0,10	217.621.014	217.621.014	217.621.014	217.621.014	217.621.014	9.133.048.367	- 0,57 %	- 52.669.907

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot investic



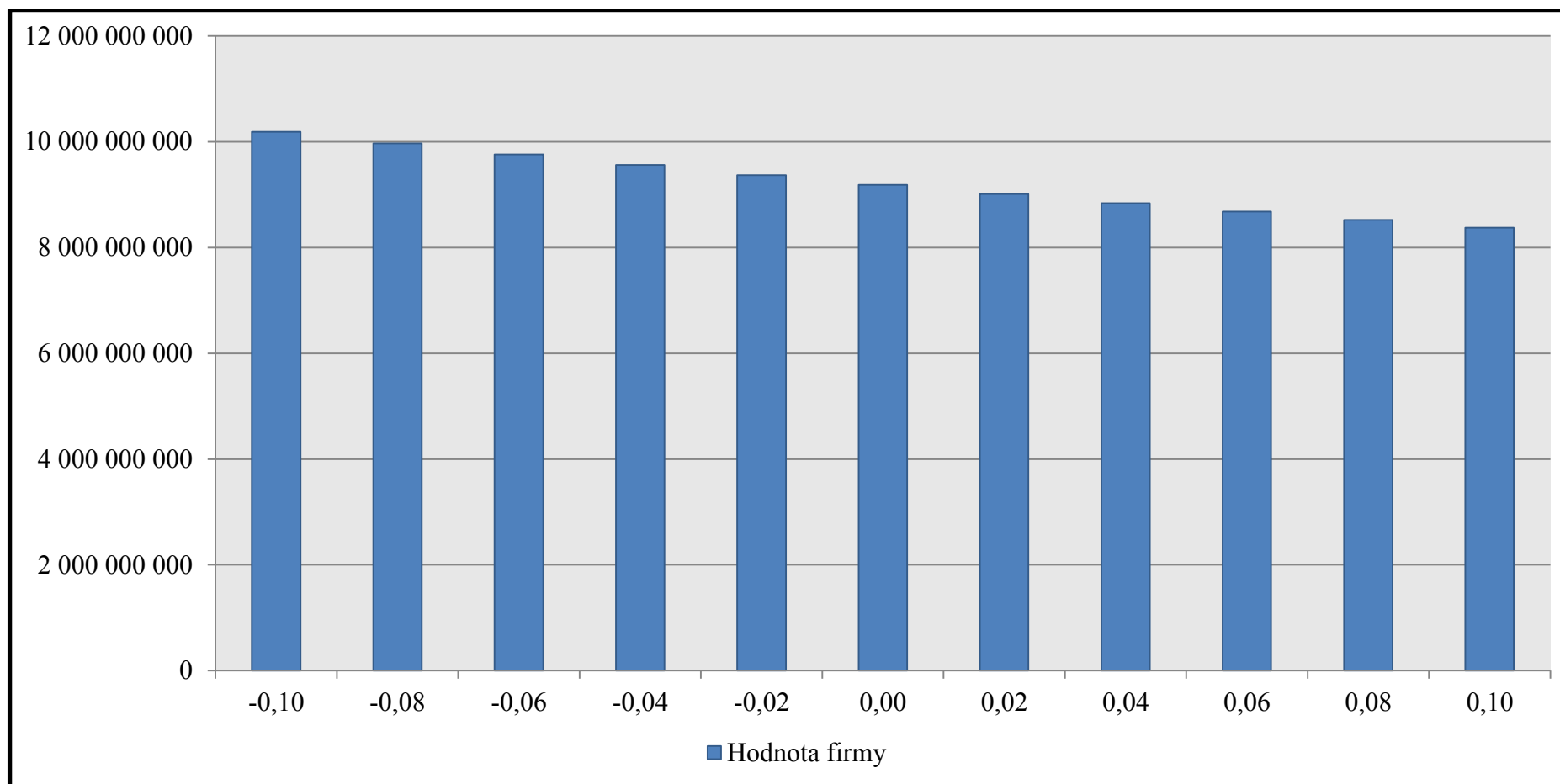
Zdroj: vlastní zpracování.

Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změn hodnot ukazatele *WACC* o určitou výši koeficientu α

alfa (%)	<i>WACC</i>					Hodnota firmy (v Kč)	Procentní změna	Absolutní změna (v Kč)
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	21,80 %	31,78 %	33,38 %	36,09 %	40,30 %	10.188.784.467	10,92 %	1.003.066.192
- 0,08	22,29 %	32,48 %	34,12 %	36,90 %	41,19 %	9.969.534.636	8,53 %	783.816.362
- 0,06	22,77 %	33,19 %	34,86 %	37,70 %	42,09 %	9.760.274.170	6,25 %	574.555.896
- 0,04	23,26 %	33,89 %	35,60 %	38,50 %	42,98 %	9.560.300.045	4,08 %	374.581.771
- 0,02	23,74 %	34,60 %	36,34 %	39,30 %	43,88 %	9.368.974.642	2,00 %	183.256.367
0,00	24,23 %	35,31 %	37,09 %	40,10 %	44,77 %	9.185.718.274	0,00 %	0
0,02	24,71 %	36,01 %	37,83 %	40,91 %	45,67 %	9.010.002.729	- 1,91 %	- 175.715.546
0,04	25,20 %	36,72 %	38,57 %	41,71 %	46,57 %	8.841.345.643	- 3,75 %	- 344.372.631
0,06	25,68 %	37,42 %	39,31 %	42,51 %	47,46 %	8.679.305.613	- 5,51 %	- 506.412.661
0,08	26,17 %	38,13 %	40,05 %	43,31 %	48,36 %	8.523.477.912	- 7,21 %	- 662.240.362
0,10	26,65 %	38,84 %	40,79 %	44,12 %	49,25 %	8.373.490.733	- 8,84 %	- 812.227.541

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot ukazatele *WACC*



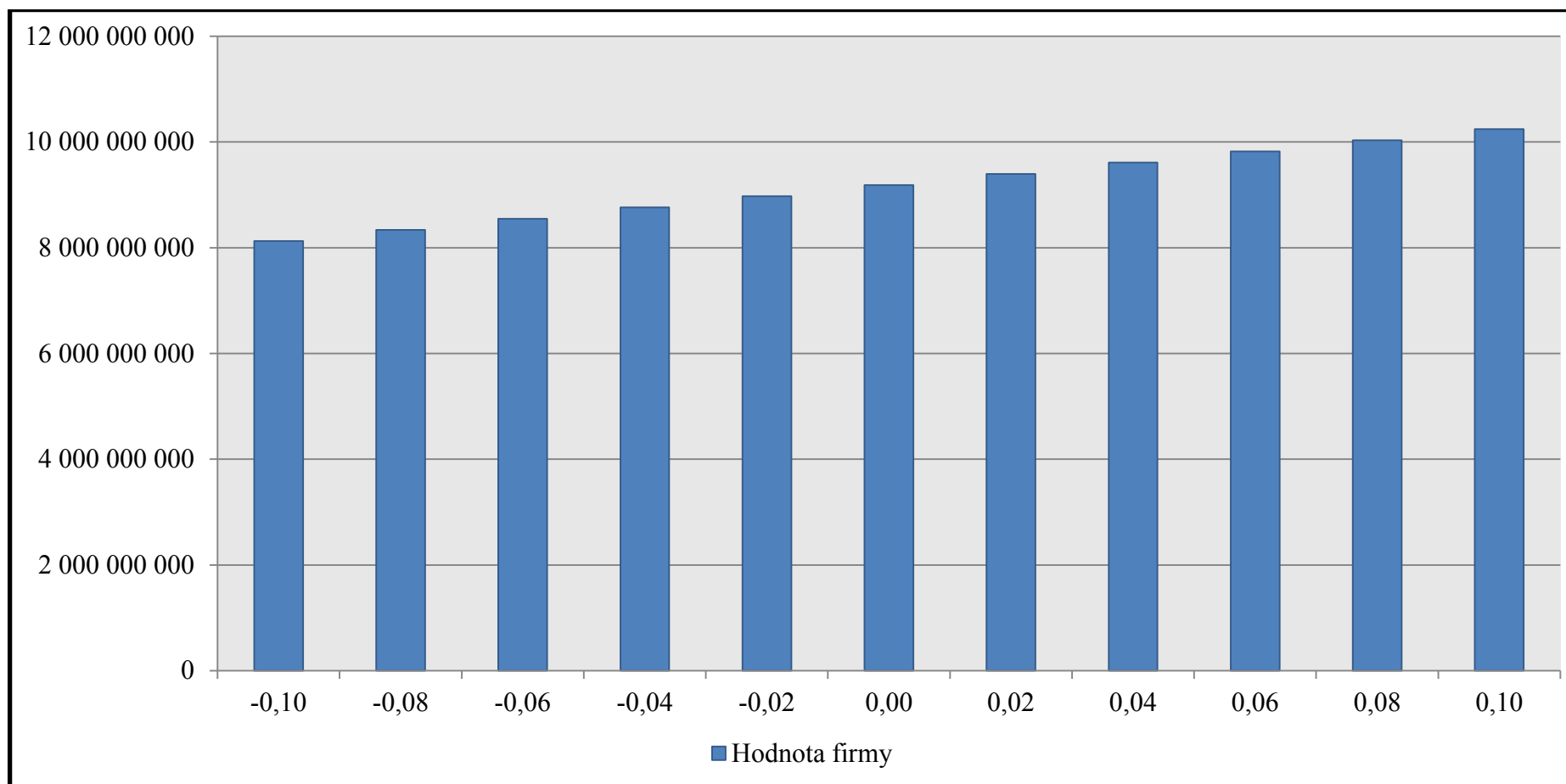
Zdroj: vlastní zpracování.

Změna hodnoty společnosti Unipetrol, a.s., na základě změny hodnot ukazatele *FCFF* o určitou výši koeficientu α (v Kč)

alfa (%)	<i>FCFF</i>					Hodnota firmy	Procentní změna	Absolutní změna
	2012	2013	2014	2015	2016			
- 0,10	4.863.566.601	2.768.614.303	3.398.728.852	3.188.171.513	2.964.312.509	8.125.659.147	- 11,54 %	- 1.060.059.127
- 0,08	4.971.645.859	2.830.139.066	3.474.256.159	3.259.019.769	3.030.186.120	8.337.670.972	- 9,23 %	- 848.047.302
- 0,06	5.079.725.116	2.891.663.828	3.549.783.467	3.329.868.025	3.096.059.731	8.549.682.798	- 6,92 %	- 636.035.476
- 0,04	5.187.804.374	2.953.188.590	3.625.310.775	3.400.716.281	3.161.933.343	8.761.694.623	- 4,62 %	- 424.023.651
- 0,02	5.295.883.632	3.014.713.353	3.700.838.083	3.471.564.537	3.227.806.954	8.973.706.449	- 2,31 %	- 212.011.825
0,00	5.403.962.890	3.076.238.115	3.776.365.391	3.542.412.793	3.293.680.565	9.185.718.274	0,00 %	0
0,02	5.512.042.148	3.137.762.877	3.851.892.699	3.613.261.048	3.359.554.176	9.397.730.100	2,31 %	212.011.825
0,04	5.620.121.405	3.199.287.640	3.927.420.006	3.684.109.304	3.425.427.788	9.609.741.925	4,62 %	424.023.651
0,06	5.728.200.663	3.260.812.402	4.002.947.314	3.754.957.560	3.491.301.399	9.821.753.751	6,92 %	636.035.476
0,08	5.836.279.921	3.322.337.164	4.078.474.622	3.825.805.816	3.557.175.010	10.033.765.576	9,23 %	848.047.302
0,10	5.944.359.179	3.383.861.926	4.154.001.930	3.896.654.072	3.623.048.622	10.245.777.402	11,54 %	1.060.059.127

Zdroj: vlastní výpočty.

Vývoj změn hodnoty firmy na základě změn hodnot ukazatele *FCFF*



Zdroj: vlastní zpracování.

Příloha č. 10 Účetní výkazy společnosti Unipetrol, a.s., za rok 2009

Výkaz o finanční í pozici (konsolidovaný)

	Bod	31. prosince 2009	31. prosince 2008 (po úpravě)
AKTIVA			
Dlouhodobá aktiva			
Pozemky, budovy a zařízení	12	35 811 639	36 667 494
Investice do nemovitostí	13	162 627	160 057
Nehmotný majetek	14	1 616 589	1 567 691
Goodwill	15	51 595	51 595
Ostatní finanční investice	16	198 343	203 640
Dlouhodobé pohledávky	17	121 179	145 111
Finanční deriváty	18	–	76 991
Odložená daň	19	99 409	17 399
Dlouhodobá aktiva celkem		38 061 381	38 889 978
Krátkodobá aktiva			
Zásoby	20	8 598 273	7 211 638
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	21	9 310 024	9 234 316
Náklady příštích období a ostatní oběžná aktiva	22	230 626	435 464
Krátkodobá finanční aktiva držena do splatnosti	23	359 405	–
Poskytnuté úvěry	24	250 214	300 031
Finanční deriváty	18	137 423	72 172
Pohledávka z titulu daně z příjmů		37 730	567 722
Peníze a peněžní ekvivalenty	25	1 185 721	952 207
Aktiva určená k prodeji	26	78 333	78 333
Krátkodobá aktiva celkem		20 187 749	18 851 883
Aktiva celkem		58 249 130	57 741 861
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY			
Vlastní kapitál			
Základní kapitál	27	18 133 476	18 133 476
Fondy tvořené ze zisku	28	2 425 274	2 173 616
Ostatní fondy		33 615	35 864
Nerozdělený zisk	29	17 278 971	18 359 613
Vlastní kapitál náležící akcionářům mateřské společnosti		37 871 336	38 702 569
Menšinové podíly		–	210 271
Vlastní kapitál celkem		37 871 336	38 912 840
Dlouhodobé závazky			
Úvěry a jiné zdroje financování	30	2 012 000	2 084 000
Odložená daň	19	1 714 928	2 131 330
Rezervy	31	355 891	357 756
Závazky z finančního leasingu	32	19 363	36 356
Ostatní dlouhodobé závazky	33	165 033	220 089
Dlouhodobé závazky celkem		4 267 215	4 829 531
Krátkodobé závazky			
Závazky z obchodních vztahů, jiné závazky a výdaje příštích období	34	14 595 230	11 659 905
Krátkodobá část úvěrů a jiných zdrojů financování	30	208 769	243 176
Krátkodobé bankovní úvěry	35	140 068	1 749 553
Závazky z finančního leasingu	32	17 417	92 596
Finanční deriváty	18	307	–
Rezervy	31	1 106 768	205 905
Daňové závazky		42 020	48 355
Krátkodobé závazky celkem		16 110 579	13 999 490
Závazky celkem		20 377 794	18 829 021
Vlastní kapitál a závazky celkem		58 249 130	57 741 861

Nedílnou součástí konsolidované účetní závěrky je příloha na stranách 161 až 214.

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku

	Bod	2009	2008
Výnosy	4	67 386 500	98 143 951
Náklady na prodej		(65 229 622)	(93 470 658)
Hrubý zisk		2 156 878	4 673 293
Ostatní výnosy		1 777 088	938 472
Odbytové náklady		(2 025 040)	(2 274 478)
Správní náklady		(1 342 875)	(1 662 195)
Ostatní náklady		(1 219 776)	(672 473)
Provozní hospodářský výsledek	7	(653 725)	1 002 619
Finanční výnosy		97 918	222 823
Finanční náklady		(661 925)	(1 204 305)
Čistá finanční výnosy	8	(564 007)	(981 482)
Zisk / (ztráta) před zdaněním		(1 217 732)	21 137
Daň z příjmu	10	372 458	44 554
Zisk / (ztráta) za účetní období		(845 274)	65 691
Ostatní úplný výsledek			
Kurzové rozdíly z konsolidace zahraničních společností		(5 778)	18 776
Úpravy hodnoty investice do nemovitostí		3 529	213
Ostatní transakce		11 311	3 145
Ostatní úplný výsledek za období po zdanění:		9 062	22 134
Úplný výsledek za období celkem		(836 212)	87 825
Zisk / (ztráta) za účetní období náležící:			
Akcionářům mateřské společnosti		(840 295)	64 530
Menšinovým podílům		(4 979)	1 161
Zisk / (ztráta) za účetní období		(845 274)	65 691
Úplný výsledek celkem náležící:			
Akcionářům mateřské společnosti		(831 233)	86 660
Menšinovým podílům		(4 979)	1 165
Úplný výsledek za období celkem		(836 212)	87 825
Základní a zředěný zisk / (ztráta) na akcii (v Kč)	11	(4,63)	0,36

Nedílnou součástí konsolidované účetní závěrky je příloha na stranách 161 až 214

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Přehled o finančních tocích (konsolidovaný)

	2009	2008
Provozní činnost:		
Zisk / (ztráta) za účetní období	(845 274)	65 691
Úpravy:		
Odpisy budov a zařízení a amortizace nehmotných aktiv	3 432 193	3 477 884
Zisk z prodeje pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	(1 330 121)	(194 403)
Odpis negativního goodwillu	(86 640)	(39 422)
(Zisk) / ztráta z prodeje dceřiných společností	–	(252)
Finanční náklady netto	127 856	189 457
Výnos z přijatých dividend	(10 183)	(13 587)
Ztráty ze snížení hodnoty majetku určeného k prodeji, pozemků, budov, zařízení a pohledávek	(68 512)	312 084
Ostatní nepeněžní transakce	47 116	(108 532)
Daň z příjmu	(372 458)	(44 554)
Změna stavu pohledávek, zásob a nákladů příštích období	(1 337 959)	5 745 409
Změna stavu závazků a výdajů příštích období	3 219 120	(4 242 542)
Tvorba (zúčtování) rezerv	899 173	(98 685)
Zaplacené úroky	(341 416)	(366 954)
Vrácená / (zaplacená) daň z příjmu	401 568	(468 531)
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	3 734 463	4 213 063
Investiční činnost:		
Pořízení pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	(3 187 494)	(4 170 338)
Pořízení dalšího podílu ve společnostech pod rozhodujícím vlivem	(107 070)	(47 403)
Pořízení krátkodobého finančního majetku	(359 405)	–
Změny v poskytnutých úvěrech	62 457	(290 876)
Příjmy z prodeje pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	1 769 208	164 104
Příjmy z prodeje dceřiných společností	–	252
Příjmy z prodeje společnosti Aliachem a Agrobiohemie	–	1 183 000
Přijaté dividendy	10 183	13 587
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	(1 812 121)	(3 147 674)
Finanční činnost:		
Změny dlouhodobých úvěrů a jiných zdrojů financování	(1 672 045)	(45 438)
Zaplacené dividendy	(16 783)	(3 152 029)
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	(1 688 828)	(3 197 467)
Čisté zvýšení / (snížení) peněz a peněžních ekvivalentů	233 514	(2 132 078)
Peníze a peněžní ekvivalenty na začátku období	952 207	3 084 285
Peníze a peněžní ekvivalenty vykázané v rozvaze ke konci období	1 185 721	952 207

Nezávislou součástí konsolidované účetní závěrky je příloha na stranách 161 až 214

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Příloha č. 11 Účetní výkazy společnosti Unipetrol, a.s., za rok 2010

Výkaz o finanční pozici (konsolidovaný)

	Bod	31. prosinec 2010	31. prosinec 2009
AKTIVA			
Dlouhodobá aktiva			
Pozemky, budovy a zařízení	10	33,909,010	35,811,639
Nehmotný majetek	11	1,908,948	1,868,184
Investice do nemovitostí	12	162,190	162,627
Ostatní investice	13	192,425	198,343
Dlouhodobé pohledávky	14	130,224	121,179
Odložená daňová pohledávka	15	48,280	99,409
Dlouhodobá aktiva celkem		36,351,077	38,061,381
Oběžná aktiva			
Zásoby	16	10,193,515	8,598,273
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	17	9,487,630	9,310,024
Krátkodobá finanční aktiva	18	540,342	747,042
Nákupy příštích období a ostatní oběžná aktiva		141,780	230,626
Peníze a peněžní ekvivalenty	19	4,741,831	1,185,721
Pohledávka z titulu daně z příjmů		14,623	37,730
Aktiva určená k prodeji	20	--	78,333
Oběžná aktiva celkem		25,119,721	20,187,749
Aktiva celkem		61,470,798	58,249,130
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY			
Vlastní kapitál			
Základní kapitál	21	18,133,476	18,133,476
Fondy tvořené ze zisku	22	2,452,698	2,425,274
Ostatní fondy		25,971	33,615
Nerozdělený zisk	23	18,187,563	17,278,971
Vlastní kapitál náležící akcionářům mateřské společnosti		38,799,708	37,871,336
Dlouhodobé závazky			
Úvěry a jiné zdroje financování	24	2,013,357	2,031,363
Odložené daňové závazky	15	1,758,773	1,714,928
Rezervy	25	392,789	355,891
Ostatní dlouhodobé závazky	26	146,823	165,033
Dlouhodobé závazky celkem		4,311,742	4,267,215
Krátkodobé závazky			
Závazky z obchodních vztahů, jiné závazky a výdaje příštích období	27	16,741,801	14,595,229
Úvěry a jiné zdroje financování	24	212,454	366,255
Rezervy	25	1,301,691	1,106,768
Krátkodobé finanční závazky	28	80,276	307
Daňové závazky		23,126	42,020
Krátkodobé závazky celkem		18,359,348	16,110,579
Závazky celkem		22,671,090	20,377,794
Vlastní kapitál a závazky celkem		61,470,798	58,249,130

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku

	Bod	2010	2009
Výnosy	3	85,968,537	67,388,500
Náklady na prodej		(81,632,954)	(65,229,622)
Hrubý zisk		4,333,582	2,156,878
Ostatní výnosy		891,615	1,777,088
Odbytové náklady		(1,963,665)	(2,025,040)
Správní náklady		(1,176,590)	(1,342,875)
Ostatní náklady		(406,887)	(1,219,776)
Provozní hospodářský výsledek	5	1,678,056	(653,725)
Finanční výnosy		96,137	97,918
Finanční náklady		(588,500)	(861,925)
Čisté finanční náklady	6	(492,363)	(564,007)
Zisk / (ztráta) před zdaněním		1,185,693	(1,217,732)
Daň z příjmů - (náklady) / výnosy	8	(248,960)	372,458
Zisk / (ztráta) za rok		936,733	(845,274)
Ostatní úplný výsledek:			
Kurzové rozdíly z konsolidace zahraničních společností		(7,644)	(5,778)
Úpravy hodnoty investice do nemovitostí		--	3,529
Ostatní transakce		(717)	11,311
Ostatní úplný výsledek za rok po zdanění:		(8,361)	9,062
Úplný výsledek za rok celkem		928,372	(836,212)
Zisk / (ztráta) za rok náležící:			
Akcionářům mateřské společnosti		936,733	(840,295)
Menšinovým podílům		--	(4,979)
Zisk / (ztráta) za rok		936,733	(845,274)
Úplný výsledek celkem náležící:			
Akcionářům mateřské společnosti		928,372	(831,233)
Menšinovým podílům		--	(4,979)
Úplný výsledek za rok celkem		928,372	(836,212)
Základní a zředěný zisk / (ztráta) na akcii (v Kč)	9	5.17	(4.63)

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Přehled o finančních tocích (konsolidovaný)

	2010	2009
Provozní činnost:		
Zisk / (ztráta) za rok	936,733	(845,274)
Úpravy:		
Odpisy budov a zařízení a amortizace nehmotných aktiv	3,495,539	3,432,193
Zisk z prodeje pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	(70,274)	(1,330,121)
Odpis negativního goodwillu	–	(86,840)
Výnos z přijatých dividend	(7,759)	(10,183)
Finanční náklady netto	242,364	127,856
Ztráty ze snížení hodnoty majetku určeného k prodeji, pozemků, budov, zařízení a pohledávek	(123,323)	(68,512)
Ostatní nepeněžní transakce	178,376	47 116
Daň z příjmů - náklady / (výnosy)	248,960	(372,458)
Změna stavu:		
- pohledávek z obchodního styku a ostatních oběžných aktiv	(202,254)	51,478
- zásob	(1,597,349)	(1,389,437)
- obchodních a jiných závazků a výdajů příštích období	1,987,085	3,365,889
- rezerv	(16,169)	899,173
Zaplacené úroky	(285,298)	(341,416)
Vrácená (zaplacená) daň z příjmů	(150,192)	401,568
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	4,636,439	3,881,232
Investiční činnost:		
Příjmy z prodeje pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	1,945,748	1,769,208
Příjmy z prodeje krátkodobých finančních aktiv	359,405	–
Příjmy z prodeje společnosti CELIO, a.s.	78,323	–
Přijaté úroky	13,387	9,027
Přijaté dividendy	7,759	10,183
Pořízení pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	(3,089,309)	(3,187,494)
Změny v poskytnutých úvěrech	(251,963)	53,430
Pořízení dalšího podílu ve společnostech pod rozhodujícím vlivem	–	(107,070)
Pořízení krátkodobých finančních aktiv	–	(359,405)
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	(936,650)	(1,812,121)
Finanční činnost:		
Změny dlouhodobých úvěrů a jiných zdrojů financování	(124,295)	(1,672,045)
Splátky leasingů	(18,016)	(146,769)
Zaplacené dividendy	(1,368)	(16,783)
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	(143,679)	(1,835,597)
Čisté snížení peněz a peněžních ekvivalentů	3,556,110	233,514
Peníze a peněžní ekvivalenty na začátku roku	1,185,721	952,207
Peníze a peněžní ekvivalenty ke konci roku	4,741,831	1,185,721

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Příloha č. 12 Účetní výkazy společnosti Unipetrol, a.s., za rok 2011

Výkaz o finanční pozici (konsolidovaný)

	Bod	31. prosinec 2011	31. prosinec 2010
AKTIVA			
Dlouhodobá aktiva			
Pozemky, budovy a zařízení	10	28,893,098	33,809,010
Nehmotný majetek	11	2,508,488	1,908,948
Investice do nemovitostí	12	395,891	162,190
Ostatní investice	13	522	192,425
Dlouhodobé pohledávky	14	80,165	130,224
Odložená daňová pohledávka		39,685	48,280
Dlouhodobá aktiva celkem		31,917,829	36,351,077
Krátkodobá aktiva			
Zásoby	15	11,609,463	10,193,515
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	16	10,828,175	9,497,630
Ostatní krátkodobá finanční aktiva	17	388,525	540,342
Náklady příštích období a ostatní krátkodobá aktiva		125,059	141,780
Peníze a peněžní ekvivalenty	18	2,470,655	4,741,831
Pohledávka z titulu daně z příjmu		36,208	14,623
Oběžná aktiva celkem		25,257,985	25,119,721
Aktiva celkem		57,175,814	61,470,798
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY			
Vlastní kapitál			
Základní kapitál	19	18,133,476	18,133,476
Fondy tvořené ze zisku	20	2,554,809	2,452,698
Ostatní fondy	21	(46,392)	25,971
Nerozdělený zisk	22	12,219,048	18,187,563
Vlastní kapitál náležející akcionářům mateřské společnosti		32,860,941	38,799,708
Nekontrolní podíly		(6,823)	–
Vlastní kapitál celkem		32,854,118	38,799,708
Dlouhodobé závazky			
Úvěry a jiné zdroje financování	23	2,005,374	2,013,357
Odložené daňové závazky	8	1,575,527	1,758,773
Rezervy	24	363,391	392,789
Ostatní dlouhodobé závazky	25	102,773	146,823
Dlouhodobé závazky celkem		4,047,065	4,311,742
Krátkodobé závazky			
Závazky z obchodních vztahů, jiné závazky a výdaje příštích období	26	17,791,695	16,741,752
Úvěry a jiné zdroje financování	23	902,905	212,454
Rezervy	24	1,173,282	1,301,691
Ostatní krátkodobé finanční závazky	27	388,472	80,325
Daňové závazky		18,267	23,126
Krátkodobé závazky celkem		20,274,631	18,359,348
Závazky celkem		24,321,696	22,671,090
Vlastní kapitál a závazky celkem		57,175,814	61,470,798

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku

	Bod	2011	2010
Výnosy	3	97,427,588	85,966,537
Náklady na prodej		(85,551,467)	(81,632,954)
Hrubý zisk		1,876,119	4,333,583
Ostatní výnosy		1,059,517	891,815
Odbytové náklady		(1,998,516)	(1,963,665)
Správní náklady		(1,221,652)	(1,176,590)
Ostatní náklady		(5,085,168)	(406,887)
Provozní hospodářský výsledek	5	(5,369,700)	1,678,056
Finanční výnosy		128,748	96,137
Finanční náklady		(703,056)	(588,500)
Čisté finanční náklady	7	(574,310)	(492,363)
Zisk / (ztráta) před zdaněním		(5,944,010)	1,185,693
Daň z příjmů - výnosy/(náklady)	8	29,804	(248,960)
Zisk / (ztráta) za rok		(5,914,206)	936,733
Ostatní úplný výsledek:			
Kurzové rozdíly z konsolidace zahraničních společností		(10,103)	(7,644)
Efektivní část změn reálné hodnoty instrumentů zajištění peněžních toků		(115,697)	--
Změna reálné hodnoty Investic do nemovitostí a ostatní zisky		86,635	(717)
Daň z příjmů z ostatního úplného výsledku		14,604	--
Ostatní úplný výsledek za rok po zdanění		(24,561)	(8,361)
Úplný výsledek za rok celkem		(5,938,767)	928,372
Zisk / (ztráta) připadající na:			
Vlastníky společnosti		(5,914,206)	936,733
Nekontrolní podíly		--	--
Zisk / (ztráta) za rok		(5,914,206)	936,733
Úplný zisk / (ztráta) připadající na:			
Vlastníky společnosti		(5,938,767)	928,372
Nekontrolní podíly		(6,823)	--
Úplný výsledek za rok celkem		(5,945,590)	928,372
Základní a zředěný zisk / (ztráta) na akcii (v Kč)	9	(32.61)	5.17

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Přehled o finančních tocích (konsolidovaný)

	2011	2010
Provozní činnost:		
Zisk / (ztráta) za rok	(5,914,206)	936,733
Upravy:		
Odpisy budov a zařízení a amortizace nehmotných aktiv	3,107,046	3,495,539
Ztráta (zisk) z prodeje pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	14,029	(159,305)
Kurzové ztráty	330,023	117,773
Úroky a dividendy, netto	192,433	177,193
Čistá ztráta (zisk) z derivátů	(244,557)	99,660
Ztráty ze snížení hodnoty finančních investic, pozemků, budov a zařízení a nehmotných aktiv	4,758,807	(72,477)
Daň z příjmu - náklady (výnosy)	(29,804)	248,960
Změna stavu:		
- pohledávek z obchodního styku, ostatních pohledávek a ostatních krátkodobých aktiv	(652,408)	(202,254)
- zásob	(1,375,034)	(1,597,349)
- obchodních a jiných závazků a výdajů příštích období	(465,239)	2,062,931
- rezerv	866,826	(16,169)
Zaplacené úroky	(298,949)	(285,298)
Vrácená (zaplacená) daň z příjmů	(154,424)	(150,192)
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	114,542	4,655,745
Investiční činnost:		
Příjmy z prodeje pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	222,304	1,945,748
Příjmy z prodeje krátkodobých finančních aktiv	280,537	359,405
Příjmy z prodeje společnosti CELIO, a.s.	—	78,323
Přijaté úroky	34,454	13,387
Přijaté dividendy	—	7,759
Změny v poskytnutých úvěrech	505,633	(251,963)
Pořízení pozemků, budov a zařízení a nehmotných aktiv	(3,591,821)	(3,089,309)
Pořízení krátkodobých finančních aktiv	(280,537)	—
Vypořádání finančních derivátů	(194,005)	—
Pořízení dalšího podílu ve společnostech pod rozhodujícím vlivem	(460)	—
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	(3,023,895)	(936,650)
Finanční činnost:		
Změny dlouhodobých úvěrů a jiných zdrojů financování	638,784	(124,295)
Splátky leasingů	(11,211)	(18,016)
Zaplacené dividendy	(2,025)	(1,368)
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	625,548	(143,679)
Čisté zvýšení (snížení) peněz a peněžních ekvivalentů	(2,283,805)	3,575,417
Peníze a peněžní ekvivalenty na začátku roku	4,741,831	1,185,721
Efekt změn kurzových sazeb na peněžních prostředcích v cizích měnách	12,528	(19,306)
Peníze a peněžní ekvivalenty na konci roku	2,470,555	4,741,831

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Příloha č. 13 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů společnosti Unipetrol, a.s., za období let 2009-2011

Vertikální analýza výkazu o finanční pozici společnosti Unipetrol, a.s.

	2009	2010	2011
Pozemky, budovy a zařízení	61,48 %	55,16 %	50,53 %
Nehmotný majetek	2,86 %	3,11 %	4,39 %
Investice do nemovitostí	0,28 %	0,26 %	0,69 %
Ostatní investice	0,34 %	0,31 %	0,0009 %
Dlouhodobé pohledávky	0,21 %	0,21 %	0,14 %
Odložená daňová pohledávka	0,17 %	0,08 %	0,07 %
Dlouhodobá aktiva celkem	65,34 %	59,14 %	55,82 %
Zásoby	14,76 %	16,58 %	20,30 %
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	15,98 %	15,43 %	18,59 %
Ostatní krátkodobá finanční aktiva	1,42 %	0,88 %	0,68 %
Náklady příštích období a ostatní krátkodobá aktiva	0,30 %	0,19 %	0,16 %
Peníze a peněžní ekvivalenty	2,04 %	7,71 %	4,32 %
Pohledávka z titulu daně z příjmu	0,06 %	0,02 %	0,06 %
Oběžná aktiva celkem	34,66 %	40,86 %	44,18 %
Aktiva celkem	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Základní kapitál	31,13 %	29,50 %	31,72 %
Fondy tvořené ze zisku	4,16 %	3,99 %	4,47 %
Ostatní fondy	0,06 %	0,04 %	- 0,08 %
Nerozdělený zisk	29,66 %	29,59 %	21,37 %
Vlastní kapitál náležející akcionářům mateřské společnosti	65,02 %	63,12 %	57,47 %
Nekontrolní podíly	-	-	- 0,01 %
Vlastní kapitál celkem	65,02 %	63,12 %	57,46 %
Úvěry a jiné zdroje financování	3,45 %	3,28 %	3,51 %
Odložené daňové závazky	2,94 %	2,86 %	2,76 %
Rezervy	0,61 %	0,64 %	0,64 %
Ostatní dlouhodobé závazky	0,28 %	0,24 %	0,18 %
Dlouhodobé závazky celkem	7,33 %	7,01 %	7,08 %
Závazky z obchodních vztahů, jiné závazky a výdaje příštích období	25,06 %	27,24 %	31,12 %
Úvěry a jiné zdroje financování	0,60 %	0,35 %	1,58 %
Rezervy	1,90 %	2,12 %	2,05 %
Ostatní krátkodobé finanční závazky	0,03 %	0,13 %	0,68 %
Daňové závazky	0,07 %	0,04 %	0,03 %
Krátkodobé závazky celkem	27,66 %	29,87 %	35,46 %

Závazky celkem	34,98 %	36,88 %	42,54 %
Vlastní kapitál a závazky celkem	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Zdroj: vlastní výpočty.

Horizontální analýza (procentní změny) výkazu o finanční pozici společnosti Unipetrol, a.s.

	2009	2010	2011
Pozemky, budovy a zařízení	- 2,33 %	- 5,31 %	- 14,79 %
Nehmotný majetek	3,02 %	14,43 %	31,41 %
Investice do nemovitostí	1,61 %	- 0,27 %	144,09 %
Ostatní investice	- 29,32 %	- 2,98 %	- 99,73 %
Dlouhodobé pohledávky	- 16,49 %	7,46 %	- 38,44 %
Odložená daňová pohledávka	471,35 %	- 51,43 %	- 17,80 %
Dlouhodobá aktiva celkem	- 2,13 %	- 4,49 %	- 12,20 %
Zásoby	19,23 %	18,55 %	13,89 %
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	- 8,62 %	1,91 %	12,02 %
Ostatní krátkodobá finanční aktiva	- 6,84 %	- 34,53 %	- 28,10 %
Náklady příštích období a ostatní krátkodobá aktiva	- 47,04 %	- 38,52 %	- 11,79 %
Peníze a peněžní ekvivalenty	24,52 %	299,91 %	- 47,90 %
Pohledávka z titulu daně z příjmu	- 93,35 %	- 61,24 %	147,61 %

Oběžná aktiva celkem	1,93 %	24,43 %	0,55 %
Aktiva celkem	- 0,76 %	5,53 %	- 6,99 %
Základní kapitál	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Fondy tvořené ze zisku	11,58 %	1,13 %	4,16 %
Ostatní fondy	- 6,27 %	- 22,74 %	- 278,63 %
Nerozdělený zisk	- 5,89 %	5,26 %	- 32,82 %
Vlastní kapitál náležející akcionářům mateřské společnosti	- 2,15 %	2,45 %	- 15,31 %
Nekontrolní podíly	- 100,00 %	0,00 %	0,00 %
Vlastní kapitál celkem	- 2,68 %	2,45 %	- 15,32 %
Úvěry a jiné zdroje financování	- 3,45 %	0,07 %	- 0,40 %
Odložené daňové závazky	- 19,54 %	2,56 %	- 10,42 %
Rezervy	- 0,52 %	10,37 %	- 7,48 %
Ostatní dlouhodobé závazky	- 25,02 %	- 11,03 %	- 30,00 %
Dlouhodobé závazky celkem	- 11,64 %	1,04 %	- 6,14 %
Závazky z obchodních vztahů, jiné závazky a výdaje příštích období	15,71 %	14,71 %	6,27 %
Úvěry a jiné zdroje financování	- 82,49 %	- 39,10 %	324,99 %
Rezervy	437,51 %	17,61 %	- 9,86 %
Ostatní krátkodobé finanční závazky	- 80,86 %	353,20 %	383,63 %
Daňové závazky	- 13,10 %	- 44,96 %	- 21,01 %

Krátkodobé závazky celkem	7,74 %	13,96 %	10,43 %
Závazky celkem	3,01 %	11,25 %	7,28 %
Vlastní kapitál a závazky celkem	- 0,76 %	5,53 %	- 6,99 %

Zdroj: vlastní výpočty.

Horizontální analýza (procentní změny) výkazu o úplném výsledku společnosti Unipetrol, a.s.

	2009	2010	2011
Výnosy	- 31,34 %	27,57 %	13,33 %
Náklady na prodej	- 30,21 %	25,15 %	17,05 %
Hrubý zisk	- 53,85 %	100,92 %	- 56,71 %
Ostatní výnosy	89,36 %	- 49,83 %	18,83 %
Odbytové náklady	10,97 %	3,03 %	- 1,77 %
Správní náklady	19,21 %	12,38 %	- 3,83 %
Ostatní náklady	- 81,39 %	66,64 %	- 1149,77 %
Provozní hospodářský výsledek	- 165,20 %	356,69 %	- 420,00 %
Finanční výnosy	56,06 %	1,82 %	- 33,92 %
Finanční náklady	45,04 %	11,09 %	- 19,47 %
Čisté finanční náklady	42,54 %	12,70 %	- 16,64 %
Zisk / (ztráta) před zdaněním	- 5861,14 %	197,37 %	- 601,31 %
Daň z příjmů - výnosy/(náklady)	735,97 %	- 166,84 %	- 111,97 %
Zisk / (ztráta) za rok	- 1386,74 %	- 210,82 %	- 731,37 %

Zdroj: vlastní výpočty.

Horizontální analýza (procentní změny) výkazu o finančních tocích společnosti Unipetrol, a.s.

	2009	2010	2011
Zisk / (ztráta) za rok	- 1386,74 %	210,82 %	- 731,37 %
Odpisy budov a zařízení a amortizace nehmotných aktiv	- 1,31 %	1,85 %	- 11,11 %
Ztráta (zisk) z prodeje pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	584,21 %	- 88,02 %	- 108,81 %
Odpis negativního goodwillu	119,78 %	-	-
Kurzové ztráty/zisky	- 100,00 %	-	180,22 %
Úroky a dividendy, netto	- 25,05 %	- 1840,09 %	8,60 %
Čistá ztráta (zisk) z derivátů	- 100,00%	-	- 345,39 %
Ztráty ze snížení hodnoty finančních investic, pozemků, budov a zařízení a nehmotných aktiv	- 121,95 %	5,79 %	- 6665,95 %
Daň z příjmů - náklady (výnosy)	735,97 %	- 166,84 %	- 111,97 %
Změna stavu:			
- pohledávek z obchodního styku, ostatních pohledávek a ostatních krátkodobých aktiv	- 99,10 %	- 492,89 %	222,57 %
- zásob	-	14,96 %	- 13,92 %
- obchodních a jiných závazků a výdajů příštích období	- 179,34 %	- 38,71 %	- 123,52 %
- rezerv	- 1011,15 %	- 101,80 %	- 5461,04 %
Zaplacené úroky	- 6,96 %	- 16,44 %	4,78 %
Vrácená (zaplacená) daň z příjmů	- 185,71 %	- 137,40 %	2,82 %
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	- 7,88 %	19,96 %	- 97,54 %
Příjmy z prodeje pozemků, budov, zařízení a nehmotných aktiv	978,10 %	9,98 %	- 88,57 %
Příjmy z prodeje krátkodobých finančních aktiv	-	-	- 21,94 %

Přijaté úroky	-	48,30 %	157,37 %
Přijaté dividendy	- 25,05 %	- 23,80 %	- 100,00 %
Změny v poskytnutých úvěrech	- 118,37 %	- 571,58 %	- 300,68 %
Pořízení pozemků, budov a zařízení a nehmotných aktiv	- 23,57 %	- 3,08 %	16,27 %
Pořízení dalšího podílu ve společnostech pod rozhodujícím vlivem	125,87 %	- 100,00 %	-
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	- 42,43 %	- 48,31 %	222,84 %
Změny dlouhodobých úvěrů a jiných zdrojů financování	3579,84 %	- 92,57 %	- 613,93 %
Splátky leasingu	-	- 87,72 %	- 37,77 %
Zaplacené dividendy	- 99,47 %	- 91,85 %	48,03 %
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	- 42,59 %	- 92,17 %	- 535,38 %
Čisté zvýšení (snížení) peněz a peněžních ekvivalentů	- 110,95 %	1431,14 %	- 163,88 %
Peníze a peněžní ekvivalenty na začátku roku	- 69,13 %	24,52 %	299,91 %
Efekt změn kursových sazeb na peněžních prostředcích v cizích měnách	-	-	- 164,90 %
Peníze a peněžní ekvivalenty na konci roku	24,52 %	299,91 %	- 47,90 %

Zdroj: vlastní výpočty.

Příloha č. 14 Příloha ke konsolidované účetní závěrce, sestavené dle Mezinárodních standardů finančního výkaznictví, za rok 2011

10. POZEMKY, BUDOVY A ZAŘÍZENÍ (POKRAČOVÁNÍ)

Skupina přehodnocuje použitou dobu ekonomické životnosti pozemků, budov a zařízení a zavádí úpravu odpisů prospektivně podle svých účetních zásad. Pokud by byly aplikovány odpisové sazby z předešlého roku, náklady na odpisy v roce 2011 by byly vyšší o 148,299 tis. Kč.

Hrubá účetní hodnota plně odepsaných pozemků, budov a zařízení, které jsou stále v používání, je k 31. prosinci 2011 činí 12,002,387 tis. Kč (31. prosince 2010: 12,088,991 tis. Kč).

Zůstatková hodnota nevyužívaných pozemků, budov a zařízení je ve výši 42,882 tis. Kč k 31. prosinci 2011 (31. prosince 2010: 80,458 tis. Kč).

K 31. prosinci 2011 a 31. prosinci 2010 čistá účetní hodnota dlouhodobého majetku najatého formou finančního leasingu činila 380,727 tis. Kč a 517,358 tis. Kč. v tomto pořadí. Podrobné rozdělení dlouhodobého majetku podle tříd je následující:

	Čistá účetní hodnota najatého majetku	
	31/12/2011	31/12/2010
Pozemky, budovy a zařízení	380,727	517,358
Vozidla	128,765	155,845
Stroje a zařízení	251,962	361,513

Skupina obdržela dotace od Německého ministerstva životního prostředí a bezpečnosti reaktorů ve výši 48,383 tis. Kč k 31. prosinci 2011 pro pilotní projekt omezení přeshraničního znečištění v souvislosti s rekonstrukcí teplárny T-700 a jejím odsířením.

Opravné položky k dlouhodobým aktivům ze snížení hodnoty

K 31. prosinci 2011 v souladu s Mezinárodním účetním standardem 36 "Snížení hodnoty aktiv" a účetními zásadami popsanými v bodu 2.16 proběhlo testování snížení hodnoty určitých Peněžitých jednotek (PJ) pro které byly stanoveny ukazatele.

Ve skupině Unipetrol byly peněžotvorné jednotky stanoveny na úrovni segmentů nebo jednotlivých společností. Analýza byla provedena na základě finančního výhledu pro roky 2013-2016 zahrnutého v neschváleném střednědobém plánu pro roky 2012-2018, neschváleného rozpočtu pro rok 2012 a nezbytných úprav, které se týkaly zejména investičních výdajů a efektivnosti činností pro roky 2012-2018. Analýzovaná doba byla stanovena na základě plánované ekonomické životnosti aktiv pro jednotlivé PJ. Předpokládána pevná roční míra růstu cash flow po roce 2016 byla převzata z úrovně dlouhodobé míry inflace pro Českou republiku 2,28%. Pro stanovení odhadované hodnoty v užívání k 31. prosinci 2011 byly předpokládány peněžní toky diskontovány diskontní sazbou po zdanění na úrovni 9,88%, což odráží rizikové hodnoty odhadované pro aktiva Skupiny.

Budoucí finanční výsledky Skupiny jsou založeny na množství proměnných a předpokladů s ohledem na makroekonomické faktory, jako jsou devizové kurzy, ceny komodit, úrokové sazby, nad kterými Skupina zčásti nemá kontrolu. Změny těchto proměnných a předpokladů mohou ovlivnit finanční pozici Skupiny, včetně výsledků testování snížení hodnoty dlouhodobých aktiv, a následně mohou vést ke změnám ve finanční pozici a výsledcích Skupiny.

Ve skupině UNIPETROL byly indikace snížení hodnoty vnitřního i vnějšího charakteru. Provozní zisky společností Skupiny v roce 2011 zaznamenaly značný pokles ve srovnání s rozpočtem. Na základě IAS 36 tento údaj naznačuje snížení hodnoty částí aktiv vyplívající z vnitřních zdrojů informací, důkazy byly dostupné z interního výkaznictví, které naznačilo, že ekonomická výkonnost aktiv byla horší než se očekávalo [IAS 36.12g]. Nepříznivá ekonomická situace na rafinérském trhu způsobující periodické zastavení výroby, zhoršení rafinérských a petrochemických marží je podstatou dalších ukazatelů.

Existence ukazatelů snížení hodnoty nutně vedla k provedení analýzy snížení hodnoty aktiv skupiny UNIPETROL k 31. prosinci 2011. Na základě výsledků provedené analýzy bylo uznáno snížení hodnoty v souvislosti s dlouhodobými aktivy společnosti PARAMO, a.s. a petrochemickým segmentem společnosti UNIPETROL RPA, s.r.o. ve výši 1,714,535 tis. Kč a 2,932,819 tis. Kč v tomto pořadí.

Odhadovaná ekonomická doba životnosti PJ společnosti PARAMO, a.s. se předpokládá na 25 let a ve vztahu k petrochemickému segmentu společnosti UNIPETROL RPA na 20 let.

Na základě výsledků testování bylo snížení hodnoty ve výši 4,431,381 tis. Kč zaúčtováno na pozemcích, budovách a zařízeních a snížení hodnoty ve výši 215,973 tis. Kč nehmotných aktiv - vše zahrnuté v provozních nákladech.

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

18. PENÍZE A PENĚŽNÍ EKVIVALENTY

	31/12/2011	31/12/2010
Peníze v pokladně a na bankovních účtech	1,994,087	4,598,611
Krátkodobé vklady u bank	476,468	143,220
Peníze a peněžní ekvivalenty celkem	2,470,555	4,741,831

Krátkodobé vklady u bank představují vklady se splatností do tří měsíců nebo kratší a povinné vklady týkající se bankovních půjček. Účetní hodnota těchto aktiv odpovídá jejich reálné hodnotě. Výběry z bankovního účtu Skupiny vedeného u Komerční banky, a.s. musí být schváleny Odborem životního prostředí Okresního úřadu Ústí nad Labem. Zůstatek na tomto účtu je 50,458 tis. Kč k 31. prosinci 2011 (31. prosince 2010: 51,743 tis. Kč).

19. ZÁKLADNÍ KAPITÁL

Základní kapitál mateřské společnosti k 31. prosinci 2011 činil 18,133,476 tis. Kč (2010: 18,133,476 tis. Kč). To představuje 181,334,764 ks (2010: 181,334,764 ks) kmenových akcií, každá v nominální hodnotě 100 Kč. Všechny vydané akcie byly řádně splaceny a mají stejná hlasovací práva. Akcie Společnosti jsou kótovány na Burze cenných papírů Praha.

20. REZERVNÍ FOND

V souladu s českým Obchodním zákoníkem jsou akciové společnosti povinny zřídit rezervní fond pro krytí možných budoucích ztrát či jiných událostí. Příspěvky musí tvořit nejméně 20 % zisku z prvního období, ve kterém je zisk tvořen, a 5 % za každé následující období, dokud nebude fond tvořit alespoň 20 % základního kapitálu. Stav rezervního fondu k 31. prosinci 2011 činí 2,554,809 tis. Kč (31. prosince 2010: 2,452,698 tis. Kč).

21. OSTATNÍ FONDY

Fond zajištění

Výše fondu byla (93,715) tis. Kč k 31. prosinci 2011 je výsledkem hodnocení derivátů splňujících požadavky cash flow zajišťovacího účetnictví (31. prosince 2010: 0 tis. Kč).

Fond změny reálné hodnoty

Tento fond se týká rozdílu mezi reálnou hodnotou a pořizovacími náklady majetku určeného k prodeji, očištěnými o odloženou daň, jestliže je jejich cena stanovena na regulovaném aktivním trhu nebo když jejich reálná hodnota může být spolehlivě odhadnuta alternativními metodami. Zůstatek tohoto fondu byl k 31. prosinci 2011 52,203 tis. Kč (31. prosinec 2010: 20,748 tis. Kč).

Fond rozdílů z konsolidace zahraničních společností

Fond souvisí s kurzovými rozdíly, vyplývajícími z převodu účetních závěrek zahraničních společností patřících do Skupiny z cizích měn do funkční měny a vykazovací měny Skupiny. Zůstatek tohoto fondu byl k 31. prosinci 2011 ve výši (4,880) tis. Kč (31. prosince 2010: 5,223 tis. Kč).

22. NEROZDĚLENÝ ZISK A DIVIDENDY

Dividendy

V souladu s českými právními předpisy mohou být dividendy vyplaceny z nekonsolidovaného zisku mateřské společnosti. Řádná Valná hromada společnosti UNIPETROL, a.s. konaná dne 30. června 2011 rozhodla o rozdělení zisku za rok 2010, který činil 512,121 tis. Kč. Ve shodě se článkem 26 (1) Stanov společnosti bylo rozhodnuto následovně: 25,606 tis. Kč bylo přiděleno do rezervního fondu a 486,515 tis. Kč na účet nerozděleného zisku z předešlých let. Rozhodnutí o úhradě ztráty za rok 2011 bude učiněno na valné hromadě, která se bude konat v květnu případně v červnu 2012.

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

23. ÚVĚRY A JINÉ ZDROJE FINANCOVÁNÍ

Tento bod poskytuje informace o smluvních podmínkách v zájmu Skupiny – úvěrů a půjček, které jsou oceněny v zůstatkové hodnotě.

	31/12/2011	31/12/2010
Dlouhodobé půjčky a úvěry		
Nezajištěné vydané dluhopisy	2,000,000	2,000,000
Finanční leasing	5,374	13,357
Dlouhodobé půjčky a úvěry celkem	2,005,374	2,013,357
Krátkodobé půjčky a úvěry		
Krátkodobá část nezajištěných vydaných dluhopisů	68,655	102,634
Nezajištěné bankovní úvěry	825,455	86,748
Krátkodobá část zajištěných bankovních úvěrů	–	12,017
Krátkodobá část finančního leasingu	8,795	11,055
Krátkodobé půjčky a úvěry celkem	902,905	212,464

Nezajištěné vydané dluhopisy

V roce 1998 Společnost emitovala 2,000 dluhopisů v celkové nominální hodnotě 2,000,000 tis. Kč. Dluhopisy jsou splatné za 15 let od data emise v nominální hodnotě 2,000,000 tis. Kč. Úroková sazba je 0 % p.a. v prvních dvou letech a 12.53% p.a. v následujících letech. Efektivní úroková sazba je 9.82 %. Úrok je splatný ročně. Úrokový náklad je stanoven pomocí metody efektivní úrokové sazby. Celková účetní hodnota vydaných dluhopisů je 2,068,655 tis. Kč (31. prosince 2010: 2,102,634 tis. Kč). Při běžné tržní úrokové sazbě, založené na analýze současných tržních podmínek, je reálná hodnota celkového závazku vzniklého z vydání dluhopisů 2,358,684 tis. Kč (31. prosince 2010: 2,518,730 tis. Kč). Časově rozlišený úrok, který bude splacen během 12 měsíců od 31. prosince 2011, je vykazován v krátkodobých úvěrech a půjčkách v hodnotě 68,655 tis. Kč (31. prosince 2010: 102,634 tis. Kč).

Zajištěné bankovní úvěry

V roce 2011 Skupina splatila bankovní úvěr zajištěný zástavou hmotného majetku.

Analýza bankovních úvěrů

	USD	EUR	CZK	Celkem
Stav k 1. lednu 2011	38,327	31,388	31,072	88,786
Přijaté úvěry	1,647	250,535	6,644,423	6,896,605
Spłaty	(36,327)	(281,176)	(5,852,855)	(6,170,368)
Úroky	8	63	1,029	1,100
Kurzové rozdíly	--	(657)	--	(657)
Stav k 31. prosinci 2011	1,865	131	825,889	825,465

Krátkodobé bankovní úvěry se řídí běžnými úvěrovými podmínkami a jejich účetní hodnota v podstatě odpovídá jejich reálné hodnotě. Průměrná efektivní úroková sazba k 31. prosinci 2011 činila 1.35 % (31. prosince 2010: 1.53 %).

Finanční leasing

	Budoucí minimální leasingové splátky		Současná hodnota minimálních leasingových splátek	
	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010
Do 1 roku	9,419	12,093	8,795	11,055
Od 1 roku do 5 let	5,825	14,191	5,374	13,357

Rozdíl mezi celkovými budoucími minimálními leasingovými splátkami a jejich současnou hodnotou vyplývá z diskontování leasingových splátek implicitní úrokovou mírou uvedenou ve smlouvě.

Průměrná doba trvání leasingu je 3-4 roky. Za rok 2011 činila průměrná efektivní výpůjční sazba 2.80 %. Úroková sazba je fixně stanovena na počátku leasingu. Veškeré leasingy jsou na bázi pevných splátek a nejsou sjednány žádné podmíněné splátky. Reálná hodnota závazků Skupiny z finančního leasingu v podstatě odpovídá jejich účetní hodnotě. Všechny tyto závazky jsou denominovány v českých korunách.

Čistá účetní hodnota najatého majetku k 31. prosinci 2011 a k 31. prosinci 2010 je uvedena v bodu 10.

Informace požadované IFRS 7 v souvislosti s úvěry a půjčkami jsou zachyceny v bodu 28 a jsou prezentovány společně s ostatními finančními nástroji.

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

28. FINANČNÍ NÁSTROJE (POKRAČOVÁNÍ)

Výše uvedené rozpětí cen ropy vychází z historické volatility cen ropy v roce 2011 a dostupných předpovědí. Citlivostní analýza byla provedena na bázi instrumentů držených k 31. prosinci 2011. V případě derivátů, vliv změn cen ropy na reálnou hodnotu byl proveden za konstantních měnových sazeb. Účetní hodnota zajišťovacích instrumentů pro dodávky ropy k 31. prosinci 2011 byla 57,906 tis. Kč. K 31. prosinci 2010 Skupina nedržela žádné finanční instrumenty zajišťující změny cen komodit.

Rizika z emisních povolenek

Skupina analyzuje emisní povolenky, které jsou jí garantované v rámci Národního alokačního plánu a plán spotřeby těchto CO2 povolenek. V případě potřeby pokrytí nedostatek nebo zužitkovat přebytek se Skupina může uzavírat transakce na trhu s povolenkami.

Skupina se účastnila povolenkového swapu EUA/CER s datem vyrovnání v prosinci 2011. Tyto deriváty byly drženy a vykazovány jako deriváty držené za účelem obchodování.

29. OPERATIVNÍ LEASING

Skupina jako nájemce

Ujednání o operativním leasingu

K rozvahovému dni byla Skupina zavázána platit minimální leasingové splátky za nevypověditelný operativní leasing v níže uvedených časových horizontech:

Závazky z nevypověditelného operativního leasingu

	Minimální leasingové splátky	
	2011	2010
Do 1 roku	26,919	42,070
Od 1 roku do 5 let	98,143	83,405
Více než 5 let	205,384	188,332
Celkem	330,446	313,807

Skupina si nájímá vozidla a kancelářské prostory prostřednictvím operativního leasingu. Leasing vozidel je typicky sjednáván na dva roky. Leasingové splátky jsou ročně zvyšovány, aby odražely tržní podmínky. Žádný leasing nezahrnuje podmíněné nájemné.

Splátky účtované do nákladů byly následující:

	2011	2010
Nevypověditelný operativní leasing	61,659	44,641
Vypověditelný operativní leasing	110,668	143,542
Celkem	172,327	188,183

30. ZÁRUKY A PODMÍNĚNÉ ZÁVAZKY

Nákup podílu ve společnosti PARAMO, a.s.

Dne 1. ledna 2009 UNIPETROL a.s. provedla squeeze out akcií PARAMO, a.s. (tj. zákonné vytěsnění minoritních akcionářů) dle § 183i Obchodního zákoníku a tím se stala jediným vlastníkem společnosti PARAMO a.s.

Na mimořádné valné hromadě společnosti PARAMO, a.s., jež se konala 6. ledna 2009, bylo rozhodnuto o převodu všech zbývajících akcií společnosti PARAMO, a.s. na Společnost. Společnost poskytla ostatním akcionářům společnosti PARAMO, a.s. peněžité protiplnění ve výši 977 Kč za jednu akcií společnosti PARAMO, a.s. Zmíněné rozhodnutí mimořádné valné hromady společnosti PARAMO, a.s. bylo zveřejněno v Obchodním rejstříku dne 4. února 2009. Dle Obchodního zákoníku pak po uplynutí měsíční lhůty od zveřejnění tj. k 4. březnu 2009, přešlo vlastnické právo ke zbývajícím akciím na UNIPETROL, a.s.

V souvislosti s tímto vytěsněním minoritních akcionářů společnosti PARAMO, a.s. podalo několik z těchto akcionářů žalobu k Okresnímu soudu v Hradci Králové a požadovali přezkoumání přiměřenosti poskytnutého protiplnění ve smyslu Obchodního zákoníku. Příklad byl postoupen k Městskému soudu v Praze. Žalobci se proti tomuto rozhodnutí odvolali a podali ústavní stížnost k Ústavnímu soudu České republiky pro možné porušení jejich práva na soudce. Ústavní soud České republiky věc vrátil k Vrchnímu soudu v Praze k novému přezkoumání případu.

Zdroj: <http://www.unipetrol.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.